



A cobertura noticiosa e as rentabilidades anormais extremas das ações das empresas do PSI-20

por

Ana Luísa Nogueira Parada Ferreira e Silva

Dissertação de Mestrado em Economia e Administração de Empresas

Orientada por

Professor Doutor Carlos Francisco Ferreira Alves

2017

Nota Biográfica

Natural da Maia, Ana Luísa Ferreira e Silva concluiu a Licenciatura em Jornalismo e Ciências da Comunicação – Assessoria de Comunicação no ano letivo 2004/2005, na Faculdade de Letras da Universidade do Porto, com a média de 16 valores. No âmbito da disciplina de *Seminário* deste curso, realizou um estágio curricular na Unicer – Bebidas, SGPS, S.A., no setor do Turismo, concluído com 18 valores, que prolongou até janeiro de 2006.

Em fevereiro desse ano, durante mais de dois anos, integrou a Associação Portuguesa dos Comerciantes de Materiais de Construção, desenvolvendo atividade na área de Marketing e de Comunicação.

Desde junho de 2008 trabalha na Riopelle – Têxteis, S.A.. Ao longo de seis anos desempenhou funções no departamento de Sistemas de Informação e, desde julho de 2014, faz parte da equipa de Comunicação Empresarial que se encontra diretamente ligada à Administração do Grupo Riopelle.

Agradecimentos

Ao Professor Doutor Carlos Ferreira Alves agradeço por me ter orientado na execução deste trabalho. Em particular, reconheço o conhecimento partilhado, o rigor exigido e a disponibilidade manifestada.

À Riopole – Têxteis, S.A. agradeço pela flexibilidade proporcionada, pois várias vezes tive de me ausentar da empresa para cumprir com as obrigações académicas.

Ao meu marido, Ricardo, agradeço pela constante motivação e ao meu filho, Zé Miguel, agradeço por me ter concedido o tempo necessário para concretizar este projeto.

Aos meus pais, Lúcia e Zé, e ao meu irmão, Zé António, agradeço pelo acompanhamento realizado a este trabalho, como aliás aconteceu em todos os projetos que concluí.

Ao amigo João e à amiga Olga agradeço pela ajuda concedida ao longo do curso.

Por fim, agradeço à Faculdade de Economia da Universidade do Porto pelos conhecimentos transmitidos, especialmente aos professores do Mestrado que frequentei.

Resumo

As informações sobre as empresas que atuam no mercado de capitais não se confinam às mensagens divulgadas pelas próprias empresas nem às comunicações emitidas pelas, ou através das, autoridades reguladoras, pois existem outras entidades que divulgam informação. Neste contexto, os meios de comunicação social, sobretudo a imprensa económica, assumem-se como uma importante fonte de informação, visto que publicam notícias sobre as empresas e sobre os acontecimentos, estando acessíveis a todos os públicos.

Por sua vez, as empresas, em geral, e as empresas cotadas na bolsa, em particular, fruto, também, da enorme evolução das tecnologias de informação, tendem a recorrer cada vez mais à comunicação voluntária, utilizando, para o efeito, diversos instrumentos para difundir as informações.

Este estudo tem como objetivos investigar, por um lado, se e como é que as grandes variações de preços nas empresas cotadas na bolsa (rentabilidades anormais extremas) são cobertas pelos meios de comunicação social e, por outro lado, analisar se essas notícias evidenciam a existência de uma gestão da informação por parte das empresas.

Concluimos que as grandes oscilações de preços das ações são noticiadas pelos jornais; porém, existem diferenças entre a cobertura noticiosa realizada nas situações de subidas acentuadas de preços e a cobertura noticiosa realizada nas situações de descidas acentuadas de preços, tais como: chamadas à primeira página, citação da empresa enquanto fonte da notícia e tipo de conteúdo das peças jornalísticas. Existem também diferenças ao nível da emissão de factos relevantes através do Sistema de Divulgação da Informação da CMVM.

Com esta investigação foi encontrada evidência de que as empresas parecem, em determinadas situações, promover a gestão da informação que enviam aos meios de comunicação social, procurando capitalizar o facto positivo que fruem nas situações de rentabilidades anormais extremas positivas, e minimizar o impacto negativo nas situações de rentabilidades anormais extremas negativas.

Palavras-chave: *Rentabilidade Anormal Extrema; Cobertura Noticiosa; Gestão da Informação*

Abstract

The information about companies operating in the capital market is not restricted to messages disclosed by companies neither by or through regulatory authorities. There are other different entities that disclose information. In this context, the media, particularly the economic press, are assumed to be an important source of information, since they publish news about companies and events, as well as are accessible to all audiences.

In turn, companies in general and listed companies in particular tend to increasingly use voluntary communication, also as a result of the huge evolution of information technology. For this they use a variety of instruments to disseminate information.

On the one hand, this study aims to investigate how and whether the large price changes in the listed companies (extreme abnormal returns) are covered by the media. On the other hand, it considers whether the news show the existence of information management practices by companies.

We concluded that large price changes experienced by companies are reported by the newspapers. However, news coverage of great price rises is distinct from that held in situations of great price declines in several aspects, such as: the number of calls to the front page of newspaper, company as an information source and news content. There also are differences concerning information issued by the Information Disclosed System of CMVM.

This research also allowed to verify that companies sometimes seem to promote information management, sending information to media in order to try to capitalize the positive impact of positive abnormal returns and to minimize the negative impact of negative abnormal returns.

Keywords: *Extreme Abnormal Return; News Coverage; Information Management*

Índice

Nota Biográfica.....	ii
Agradecimentos	iii
Resumo	iv
Abstract.....	v
Abreviaturas.....	vii
Índice de Equações	vii
Índice de Tabelas	vii
Introdução	1
1. Revisão da Literatura.....	5
1.1. Sobre a Incorporação de Informação nos Preços	5
1.2. Sobre Aspetos Comportamentais	9
1.3. Importância da Comunicação Voluntária de Informação	12
1.4. Gestão da Divulgação de Informação	15
1.5. Influência dos <i>Media</i> nos Preços das Ações	19
2. Metodologia de Estudo.....	24
2.1. Identificação dos “Eventos”	25
2.2. Trabalho de Campo	31
2.2.1. Análise de Conteúdo.....	33
2.3. Métodos Quantitativos	37
3. Estudo Empírico	39
3.1. Questão de Investigação e Objetivos	39
3.2. Análise Quantitativa.....	40
3.2.1. Análise Estatística.....	40
3.2.2. Análise de Regressões	60
4. Conclusões.....	79
5. Bibliografia.....	83
6. Outras Referências.....	88
Anexos	89
I. Empresas que compõem a amostra.....	89
II. Diário Económico e Jornal de Negócios.....	90
III. Matriz de análise	92

Abreviaturas

- APCT – Associação Portuguesa para o Controlo de Tiragem e Circulação
- APT – *Arbitrage Pricing Theory*
- CAPM – *Capital Asset Pricing Model*
- CAR – *Cumulativ Abnormal Return*
- CEO – *Chief Executive Officer*
- CMVM – Comissão de Mercado e Valores Mobiliários
- EUA – Estados Unidos da América
- IPO – *Initial Public Offering*
- OPA – Oferta Pública de Aquisição
- PEAD – *Post-earnings Announcement Drift*
- PSI – *Portuguese Stock Index*
- SDI – Sistema de Difusão da Informação

Índice de Equações

Equação 2.1. Retorno anormal do título i no momento t	25
Equação 2.2. Modelo de mercado	26
Equação 3.3. Teste de hipóteses	37
Equação 3.4. Teste de independência do <i>Qui-quadrado</i>	38
Equação 3.5. Modelo de regressão não-linear <i>probit</i>	60

Índice de Tabelas

Tabela 1. Distribuição temporal dos eventos	30
Tabela 2. Distribuição das notícias por tipo de evento	40
Tabela 3. Proporção de dias em que as empresas são notícia	43
Tabela 4. Proporção de dias em que as empresas são notícia de primeira página	45
Tabela 5. Proporção de dias em que as empresas divulgam factos relevantes	47
Tabela 6. Proporção de dias em que as empresas publicam anúncios publicitários	48
Tabela 7. Proporção de dias em que as empresas são fonte de notícia	50

Tabela 8. Proporção de dias em que são publicadas entrevistas.....	53
Tabela 9. Proporção de dias em que são publicados artigos com dimensão longa.....	54
Tabela 10. Proporção de dias em que são publicados artigos com conteúdo positivo ...	57
Tabela 11. Proporção de dias em que são publicados artigos com conteúdo negativo ..	59
Tabela 12. Descrição das variáveis das regressões.....	63
Tabela 13. Publicação de notícia no período anterior ao evento	65
Tabela 14. Chamada à primeira página no período anterior ao evento	67
Tabela 15. Publicidade no período anterior ao evento.....	69
Tabela 16. Notícia com alusão à fonte empresa no período anterior ao evento	70
Tabela 17. Notícia com alusão à fonte empresa no período anterior ao evento (continuação)	71
Tabela 18. Entrevista no período anterior ao evento	72
Tabela 19. Notícia com dimensão longa no período anterior ao evento.....	73
Tabela 20. Notícia com conteúdo positivo e com conteúdo negativo no período anterior ao evento	75
Tabela 21. Impacto do evento na produção noticiosa no período ulterior.....	76
Tabela 22. Impacto do evento na publicidade no período ulterior	77
Tabela 23. Impacto do evento no conteúdo da notícia no período ulterior	78
Tabela 24. Identificação das empresas que compõem a amostra	89
Tabela 25. Tiragem e circulação do <i>Diário Económico</i> entre 2004 e 2013	90
Tabela 26. Tiragem e circulação do <i>Jornal de Negócios</i> entre 2004 e 2013.....	91

Introdução

O acesso e a forma de incorporação da informação nos preços dos ativos financeiros é uma questão que, há várias décadas, tem suscitado vasta investigação em torno da Teoria dos Mercados Eficientes (Fama, 1970; Fama, 1995), revelando-se os mercados tão mais eficientes quanto mais celeremente incorporam nos preços os factos relevantes que se tenham registado (Alves, 2005).

No entanto, em virtude de os mercados financeiros registarem com frequência situações de anormalidade dos preços (subidas acentuadas e descidas abruptas), também objeto de investigação de uma extensa literatura (Bondt e Thaler, 1985; Daniel *et al.*, 1998; Vega, 2006), a eficiência dos mercados passa a ser questionada. Observando-se, deste modo, fenómenos que não podem ser explicados de forma racional (Park e Sohn, 2013), surgem outras correntes que procuram explicar a tomada de decisão dos agentes (Tversky e Kahneman, 1974) e que se inscrevem no ramo das Finanças Comportamentais.

Embora, ainda nos dias de hoje, a questão da eficiência ou ineficiência dos mercados continue a dividir os especialistas (Lo e MacKinlay, 1999), as empresas, conscientes da importância da informação, a par da informação obrigatória que prestam aos organismos oficiais, valorizam cada vez mais a divulgação voluntária de informação (*voluntary disclosure*), entendida como comunicação difundida por vontade própria das empresas por causa da sua imagem, dos investidores e da prevenção de acusações (Tian e Chen, 2009). Para o efeito, as empresas recorrem a diferentes meios para transmitir as mensagens (Price *et al.*, 2012) e, neste enquadramento, o uso de novas tecnologias e, em particular, o recurso à *Internet*, permitiu às organizações utilizar um poderoso canal para comunicar com diversos agentes do mercado (Ettredge *et al.*, 2002). Mais recentemente, Ahern e Sosyura (2014) introduziram a expressão *gestão ativa dos media* para caracterizar as situações em que as empresas são parte ativa na criação e na disseminação de informação aos *media* para que as notícias publicadas influenciem favoravelmente os preços das suas ações em determinadas situações.

Por sua vez, os meios de comunicação social, enquanto intermediários de informação e emissores de nova informação, desempenham uma importante função na disseminação de informação a uma vasta audiência e na redução da assimetria de

informação entre os diferentes participantes no mercado de capitais (Bushee *et al.*, 2010), pelo que é expectável que afetem a atividade desde mercado (Fang e Peress, 2009), suavizem os movimentos dos preços e acelerem a incorporação da informação nos preços (Healy e Palepu, 2001; Chen *et al.*, 2010; Aman, 2013). Neste contexto, salienta-se a importância da imprensa económica, visto que é potencialmente o intermediário informativo, entendido como agente que proporciona informação nova e útil a outras partes, que consegue chegar a mais intervenientes no mercado (Bushee *et al.*, 2010). Contudo, não é ainda claro em que medida as notícias financeiras veiculadas induzem, amplificam ou refletem as interpretações dos investidores sobre o desempenho do mercado das ações (Tetlock, 2007), nem como as notícias contribuem para os movimentos de preços, especialmente nas situações de subidas e/ou de descidas acentuadas (Aman, 2013). Pelo exposto, embora a literatura cubra, sob várias perspetivas, a problemática da reação dos mercados às notícias e a tendência de movimentação dos preços, as questões sobre a assimetria de informação noticiosa consoante a natureza positiva ou negativa do impacto nos preços, bem como sobre se a gestão da informação por parte das empresas, antes ou depois da ocorrência destas grandes oscilações (eventos), se reflete na cobertura noticiosa realizada pelos meios de comunicação social suscitam ainda muitas dúvidas. Ademais, existem poucos estudos sobre a realidade portuguesa nestas matérias, pelo que se detetou na análise desta temática uma oportunidade de investigação¹.

Desta forma, procurando encontrar resposta para a questão *mater* da investigação – *Há evidência de que as empresas cotadas em bolsa gerem a informação antes ou depois da ocorrência de rentabilidades extremas, sejam negativas ou positivas?* – foram definidos dois objetivos principais. Em primeiro lugar, procuramos aferir qual é a cobertura noticiosa realizada pelos meios de comunicação social antes, durante e depois da ocorrência do evento e se tal cobertura é assimétrica. Em segundo lugar, pretendemos verificar se há evidência de que as notícias publicadas possam ter sido promovidas pela empresa com o intuito de, no caso de uma descida acentuada dos

¹ Relativamente a artigos científicos publicados sobre informação voluntariamente divulgada pelas empresas cotadas no PSI-20 sobre intangíveis, vide, entre outros, Oliveira *et al.* (2006); sobre o impacto das notícias económicas no co-movimento entre Portugal e os EUA, vide, entre outros, Albuquerque e Vega (2009).

preços, minimizar os impactos negativos e, no caso de uma subida acentuada dos preços, capitalizar os factos positivos.

Para o efeito, em termos metodológicos, este trabalho, por um lado, vai inspirar-se numa metodologia que é conhecida por *estudo de eventos* (MacKinlay, 1997; Serra, 2004; Kothari e Warner, 2007), no âmbito da qual vamos seleccionar um conjunto de dias em que se registaram rentabilidades anormais (subidas e descidas acentuadas). Na segunda parte, com base nesses eventos, vamos executar um trabalho de campo que inclui também uma *análise de conteúdo* (Bardin, 1979; Bos e Tarnai, 1999; Krippendorff, 2004; Macnamara, 2005). Por fim, com base nos dados recolhidos, vamos realizar uma análise quantitativa.

Em termos de dados, a amostra deste estudo é constituída pelas empresas que integraram permanentemente o índice *PSI-20* entre 1 de janeiro de 2004 e 31 de dezembro de 2013. Para cada empresa, com base nas cotações diárias ajustadas dos títulos, e após terem sido confrontadas com as cotações do índice *PSI-20 Total Return*, que servem de *proxy* da taxa de rentabilidade do mercado para efeitos do presente estudo, foram detetadas situações de rentabilidade anormal (positiva e negativa) que totalizaram 430 situações de retornos anormais (218 positivos e 212 negativos), doravante designadas por “eventos”. Para cada evento foi consultado o *Sistema de Difusão da Informação*, disponível na página de *Internet* da CMVM, para verificar se no período do evento foram emitidas comunicações por parte da empresa. Ulteriormente, também para cada evento, considerando o período de tempo (ou seja, sete dias consecutivos – 3 dias antes do evento, o dia do evento e três dias depois do evento), que perfaz 3010 dias, foram consultados dois jornais económicos portugueses – *Diário Económico* e *Jornal de Negócios* – para averiguar qual foi a cobertura noticiosa realizada.

O *Diário Económico* saiu pela primeira vez para as bancas no dia 30 de outubro de 1989 (Venâncio, 2011) e afirma-se como um jornal de referência que surge numa época em que Portugal inicia a abertura à economia de mercado e à concorrência (Diário Económico, 2012).

O *Jornal de Negócios* foi fundado em novembro de 1997 na *Internet*, tornando-se na primeira edição *online* desta tipologia existente em Portugal. No início do ano seguinte principiou a publicação da edição impressa, com uma periodicidade semanal, e, apenas

em 2003, é que passou a ter uma frequência diária. Caracterizando-se como um jornal dedicado à informação económica, empresarial, financeira e a outra que possa impactar estas áreas, afirma-se como independente dos poderes político, económico ou religioso e diz rejeitar o sensacionalismo e o facilitismo na procura e no tratamento da informação (Jornal de Negócios, 2015).

Em termos gerais, foi possível constatar que o tipo de cobertura noticiosa é diferente perante eventos positivos e eventos negativos. Ainda que numa análise global do evento determinadas discrepâncias não sejam visíveis, a investigação particular dos períodos que antecedem e sucedem os dias dos eventos permite detetar essas diferenças. Esta investigação possibilitou, igualmente, verificar que as empresas parecem ser proativas na gestão da sua comunicação.

Pelo que foi enunciado, consideramos que este trabalho importa a um público abrangente, que se inscreve em três grupos. Primeiramente destacam-se, em geral, as empresas e, em particular, as empresas cotadas em bolsa, pois este estudo evidencia que as situações de rentabilidades anormais extremas (positivas e negativas) são alvo de notícias nos *media*; seguidamente encontram-se os divulgadores de informação, neste caso os meios de comunicação social, visto que esta investigação realça a importância que as informações divulgadas pelas empresas assumem na elaboração das notícias; por fim, encontram-se os investidores e outros intervenientes no mercado que, através deste estudo, podem obter mais esclarecimentos sobre a cobertura noticiosa.

Estruturalmente, este trabalho encontra-se dividido em quatro partes. O primeiro ponto dedica-se à *Revisão da Literatura* que, por sua vez, cobre cinco temáticas – (i) Sobre a Incorporação da Informação nos Preços, (ii) Sobre Aspectos Comportamentais, (iii) Importância da Comunicação Voluntária de Informação, (iv) Gestão da Divulgação de Informação e (v) Influência dos *Media* nos Preços das Ações. O segundo ponto foca-se na *Metodologia de Estudo* que, como foi referido, é constituída por três partes – (i) Identificação dos “Eventos”, (ii) Trabalho de Campo e (iii) Métodos Quantitativos. O terceiro ponto integra o *Estudo Empírico* que se divide em dois subpontos – (i) Questão de Investigação e Objetivos e (ii) Análise Quantitativa. Por último, no quarto ponto, intitulado *Conclusões*, são expostas as ilações obtidas com a concretização deste trabalho. Além da indicação da *Bibliografia* e de *Outras Referências* consultadas, existe uma secção de *Anexos* que inclui informações complementares ao corpo de texto.

1. Revisão da Literatura

1.1. Sobre a Incorporação de Informação nos Preços

A Teoria dos Mercados Eficientes preconiza que um mercado é eficiente quando os preços dos títulos refletem totalmente toda a informação disponível (Fama, 1970). No entanto, a eficiência, no que à informação diz respeito, categoriza-se em três níveis – forma fraca (o subconjunto de informação contemplado é, somente, o preço ou o retorno passado dos ativos); forma semiforte (a tónica é colocada na rapidez do ajustamento dos preços a outras informações publicamente disponíveis); forma forte (o intuito é verificar se o investidor ou o grupo de investidores tem acesso monopolístico a algum tipo de informação relevante para a formação dos preços no futuro) (*idem, ibidem*). Esta teoria atingiu o seu apogeu, centrando a atenção dos círculos académicos, durante toda a década de 70 do século XX (Shiller, 2003).

Neste contexto, os mercados revelam-se tão mais eficientes quanto mais celeremente incorporam nos preços os factos relevantes que se tenham registado (Alves, 2005).

Inerente à Teoria dos Mercados Eficientes, surge o modelo de *Random Walk* (Passeio Aleatório) que coloca dúvidas em relação a métodos de previsão do comportamento do preço das ações, de que é exemplo a corrente chartista (ou análise técnica)². Assim, num mercado *Random Walk* o valor das ações no passado não assume qualquer relevância para prever o futuro (Fama, 1965). Ademais, ainda que se admita a existência de discrepâncias entre o preço dos ativos e o seu valor intrínseco, bem como que o valor intrínseco dos ativos se possa alterar ao longo do tempo em virtude da existência de nova informação e que, assim, haja oportunidade de obtenção de rentabilidades anormais, um investidor não as conseguirá obter de forma sistemática. De facto, num mercado eficiente, em média, a competição entre os diferentes atores fará com que rapidamente o valor dos ativos se reflita instantaneamente nos seus preços. Deste modo, as sucessivas mudanças no preço individual dos títulos são independentes e o preço altera de acordo com alguma distribuição de probabilidade (*idem, ibidem*).

² A corrente chartista enfatiza a importância da análise do histórico do preço das ações, pois considera que os padrões passados de comportamento tendem a repetir-se no futuro e, assim, as mudanças de preços nos ativos individuais são dependentes (Fama, 1995).

Logo, uma simples estratégia de comprar e manter um portefólio diversificado (*buy-and-hold policy*) parece ser mais eficaz do que uma tomada de decisão baseada no histórico do título (Fama, 1995).

Relativamente às condições de mercado, para garantir que os preços refletem totalmente toda a informação disponível, teriam de ser salvaguardadas as seguintes situações: a não existência de custos de transação na negociação dos títulos; a disponibilidade e a acessibilidade de informação sem custos para todos os participantes; a concordância sobre as implicações da informação presente para a determinação dos preços correntes de um título e para a distribuição de probabilidade da variação dos preços futuros de cada título (Fama, 1970). Ainda que não se cumpram cabalmente todos estes pressupostos, a eficiência de mercado mantém-se, pois a não verificação destas situações são, apenas, “potenciais fontes” de ineficiência (*idem, ibidem*).

Outro aspeto a considerar prende-se com o facto de, ao não ser possível separar o teste da eficiência do mercado do teste ao modelo de avaliação de ativos, emergirem críticas às medidas tradicionais, destacando-se, neste enquadramento, “... a incapacidade para distinguir as situações em que os gestores de carteiras sabem usar com mestria superior a informação de que dispõem das situações em que tal não ocorre” (Alves, 2005, p. 133).

No entanto, após a década de 70 do século XX, começou a surgir evidência empírica que coloca em causa a eficiência dos mercados (Daniel *et al.*, 1998; Shiller, 2003; Vega, 2006). Também a investigação realizada no âmbito da psicologia experimental tem vindo a demonstrar a violação da regra de *Bayes*, ou seja, muitas pessoas reagem de forma excessiva e inesperada às notícias dos eventos (Bondt e Thaler, 1985).

De facto, sobretudo a partir dos anos 80 do mesmo século, vive-se um tempo importante para a discussão académica sobre a consistência do modelo da eficiência dos mercados (Shiller, 2003). Vega (2006) verifica que os preços das ações, ao invés de se ajustarem imediatamente às novas informações, tendem a deslizar ao longo do tempo na mesma direção da surpresa inicial³. Alves (2005) salienta o facto de os ativos poderem não refletir toda a informação disponível e assim colocarem em causa a eficiência do

³ Na terminologia anglo-saxónica este fenómeno é conhecido por *PEAD – Post-earnings Announcement Drift*.

mercado, visto que se a aplicação de uma *estratégia de investimento contrária*⁴ for bem-sucedida, isto é, se forem comprados ativos com piores retornos e vendidos ativos com melhores resultados, verifica-se que os primeiros estão subavaliados e os segundos sobreavaliados. De igual modo, se for aplicada uma estratégia oposta, designada *estratégia momentum*, ou seja, se se investir em ações perdedoras no presente que no passado foram ganhadoras com a expectativa de que no futuro voltem a ser vencedoras, a eficiência do mercado fica igualmente comprometida (*idem, ibidem*).

Em síntese, entre as principais anomalias apontadas aos modelos de formação dos preços dos ativos, que, por consequência, colocam em causa a eficiência do mercado, destacam-se as que se inscrevem nos *Padrões de Rentabilidade Seccionais*, nos *Padrões de Rentabilidade Temporais* e no *Excesso de Volatilidade e Noising Trading* (Fernandes *et al.*, 2013).

Relativamente aos *Padrões de Rentabilidade Seccionais*, salientam-se três efeitos – o efeito de dimensão, o efeito valor e o efeito de calendário (Alves, 2005; Fernandes *et al.*, 2013). Em relação ao último, destacam-se o efeito janeiro, em que habitualmente as ações alcançam retornos anormais (Alves, 2014), e a tendência para as empresas divulgarem más notícias à sexta-feira, quando o mercado já se encontra encerrado (deHaan *et al.*, 2015).

No que respeita aos *Padrões de Rentabilidade Temporais*, sobressaem a previsibilidade do retorno baseado em eventos; o *momentum* de curto-prazo (isto é, existe uma relação positiva nas séries de curto-prazo) e as reversões de longo-prazo (ou seja, há uma relação negativa nas séries de longo-prazo) (Daniel *et al.*, 1998).

Por fim, no âmbito da anomalia *Excesso de Volatilidade e Noising Trading*, também segundo estes autores (1998), assiste-se a uma grande volatilidade dos preços dos ativos relativamente ao seu valor fundamental. Há tendência, no curto-prazo, após o anúncio de resultados, dos preços dos ativos seguirem a direção dos ganhos, mas o inverso não se passa no longo-prazo, pois os preços movem-se no sentido contrário dos ganhos (*idem, ibidem*).

Fama (1998), em contraposição com as críticas que julgam e negam a eficiência dos mercados, apresenta duas razões que sustentam a eficiência dos mercados. Em primeiro lugar, num mercado eficiente, a aparente reação passiva (*underreaction*) é tão frequente

⁴ Na terminologia anglo-saxónica designa-se *contrarian investment strategy*.

como a reação excessiva (*overreaction*), pelo que, se as anomalias se dividem aleatoriamente entre *underreaction* e *overreaction*, sendo difícil classificá-las em muitas situações, verifica-se que são consistentes com a eficiência de mercado; em segundo lugar, se os retornos das anomalias de longo-prazo são tão grandes, não podem ser atribuídos à sorte, embora sejam sensíveis à metodologia utilizada. O autor refere, ainda, que o problema no teste dos retornos de longo-prazo reside na especificação das hipóteses alternativas à eficiência de mercado, dado que, apesar de existirem algumas, só se adaptam a certas circunstâncias, constituindo-se, assim, numa evidência frágil (*idem, ibidem*).

Em suma, a par da Teoria dos Mercados Eficientes que defende, como foi referido, que um mercado é eficiente quando os preços dos títulos refletem totalmente toda a informação disponível (Fama, 1970), tem vindo a acolher-se a ideia de que os participantes no mercado financeiro nem sempre são racionais, embora também não sejam sempre irracionais. Caso o fossem, seriam naturalmente eliminados pelo mercado, pois a ação de arbitragem dos agentes racionais anularia as ações realizadas pelos agentes irracionais (Daniel e Titman, 1999; Fernandes *et al.*, 2013). Por este motivo, o comportamento dos diferentes grupos de investidores tem-se tornado um tema importante no estudo das anomalias de mercado (Nofsinger, 2001).

1.2. Sobre Aspetos Comportamentais

Sobretudo a partir dos anos 90 do século XX, o ramo das Finanças Comportamentais, que valoriza a influência da psicologia no comportamento dos agentes que intervêm no mercado financeiro, tem evidenciado que existem desvios dos preços dos títulos em relação ao seu valor fundamental (Shiller, 2003), observando-se, deste modo, fenómenos que não podem ser explicados de forma racional (Park e Sohn, 2013). De facto, “*mesmo depois de três décadas de investigação e de literalmente milhares de artigos, os economistas ainda não chegaram a um consenso sobre se os mercados e, em particular, os mercados financeiros, são ou não eficientes*” (Lo e MacKinlay, 1999, p. 6)⁵.

Assente em três pilares – (i) não racionalidade do comportamento dos agentes, (ii) sistematicidade e coordenação do desvio ao pressuposto da racionalidade e (iii) existência de fatores que limitam a atividade dos arbitragistas – esta corrente estuda quais são os fatores que influenciam a tomada de decisão dos investidores (Fernandes *et al.*, 2013). Park e Sohn (2013) salientam, por sua vez, que dois dos tópicos chave discutidos ao nível das finanças comportamentais são as finanças comportamentais macro (que explicam, através de modelos comportamentais, as anomalias existentes na Teoria dos Mercados Eficientes) e as finanças comportamentais micro (que evidenciam o comportamento do investidor individual ou enviesamentos que não são esclarecidos através dos modelos tradicionais de comportamento racional).

Neste enquadramento, salienta-se o trabalho dos autores Tversky e Kahneman (1974), intitulado *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*, que destacam a utilização das heurísticas enquanto princípios que permitem decidir com mais facilidade num cenário de incerteza, embora, por vezes, conduzam a erros sistemáticos, ao invés de se executarem tarefas complexas de análise de probabilidades e de revisão de valores. Uma das heurísticas mais relevantes, explicada pelos autores, é a *Representatividade*, na qual as probabilidades são avaliadas com base na similaridade de um título em relação a outro, ou seja, os ativos financeiros são classificados de acordo com estereótipos e, deste modo, fatores importantes que deveriam influenciar os

⁵ Tradução livre da autora. No original “*Even after three decades of research and literally thousands of journal articles, economists have not yet reached a consensus about whether markets - particularly financial markets - are efficient or not*” (Lo e MacKinlay, 1999, p. 6).

juízos de probabilidades, de que são exemplos a consideração das probabilidades passadas dos resultados, o tamanho da amostra e a conceção da probabilidade, são negligenciados. Se, por um lado, esta heurística permite poupar tempo na tomada de decisão, por outro lado pode induzir em erro ao perceber ou identificar tendências que não existem na realidade. Outra heurística relevante estudada por Tversky e Kahneman (1974) é a *Disponibilidade*, que, sucintamente, se caracteriza por resgatar um evento similar para estimar a frequência do evento em questão. Os autores, neste estudo, indicam, como exemplo, as situações em que se pode avaliar a probabilidade de um determinado empreendimento fracassar, imaginando as dificuldades que poderia enfrentar. Contudo, a disponibilidade é afetada por outros fatores além da frequência ou da probabilidade que, ao serem descurados, conduzem a previsões enviesadas. Entre eles, sobressaem os enviesamentos devidos à recuperabilidade de casos, ou seja, os juízos influenciados pela familiaridade a determinada situação, os preconceitos devidos à eficácia do meio de pesquisa utilizado e a correlação ilusória. Por último, também de acordo com estes autores (1974), refere-se a heurística designada *Ajustamento e Ancoragem* que se define por as pessoas, em muitas situações, fazerem estimativas partindo de um valor inicial que é ajustado para produzir a resposta final, mas, normalmente, estes ajustamentos são insuficientes. Assim, vários pontos de partida, ou seja, ancoragens diversas produzem estimativas diferentes que, por sua vez, conduzem a enviesamentos. Neste contexto destacam-se os enviesamentos na avaliação de eventos conjuntivos e disjuntivos e a ancoragem na avaliação das distribuições de probabilidade subjetiva. Não obstante o que foi mencionado, as heurísticas e, consequentemente, os enviesamentos cognitivos não se podem atribuir apenas a pessoas leigas, isto é, não especialistas, pois também os investigadores experientes são propensos a formulá-los (*idem, ibidem*).

Refere-se, ainda, outro trabalho desenvolvido pelos mesmos autores em 1979, que se denomina *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, no âmbito do qual são tecidas críticas à Teoria da Utilidade Esperada enquanto modelo descritivo da tomada de decisão sob risco e é desenvolvido um modelo alternativo, designado *Prospect Theory*. Esta teoria assenta em dois pilares, em que de um lado se encontra a função valor/utilidade e, do outro, a função ponderação. Em relação ao primeiro pilar, a função valor por norma é côncava para os ganhos, convexa para as perdas e,

geralmente, é mais inclinada para as perdas do que para os ganhos. Relativamente ao segundo pilar, por norma os pesos das decisões são mais baixos do que as probabilidades correspondentes, exceto no campo das probabilidades baixas (Kahneman e Tversky, 1979).

Nesta sequência, Shefrin (2009) indica que a causa que espoletou a crise financeira que principiou em 2008 é psicológica, visto que os eventos que conduziram a crises, a heurísticas e a enviesamentos exerceram muita influência sobre as decisões de diferentes participantes no mercado de capitais, como empresas financeiras, agências de *rating* e investidores institucionais.

Em suma, pese embora a abordagem comportamental ter suscitado controvérsia no ciclo académico, já no final do milénio a literatura previa que a expressão “finanças comportamentais” se tornaria redundante, dado que o termo “comportamental” faria parte integrante dos vários modelos económicos (Thaler, 1999). Também a literatura recente afirma que esta corrente proporciona modelos que explicam melhor o comportamento humano; todavia, estes modelos possuem igualmente limitações e, portanto, não devem ser considerados teorias gerais (Park e Sohn, 2013).

1.3. Importância da Comunicação Voluntária de Informação

A divulgação de informação financeira define-se como, de acordo com Gibbins *et al.* (1990, p. 122), “qualquer libertação de informação financeira, seja numérica ou qualitativa, obrigatória ou voluntária, através de canais formais ou informais”⁶. Por se tratar de uma matéria tão relevante existem importantes normas que regem os relatórios corporativos e as divulgações em todos os países do mundo (Healy e Palepu, 2001). Por isso, os relatórios financeiros e a sua difusão são meios importantes para as equipas de gestão das empresas poderem comunicar o desempenho e as opções de governação aos investidores externos (*idem, ibidem*) e estes, por sua vez, podem melhor avaliar o verdadeiro valor das empresas (Chen *et al.*, 2010).

Há, igualmente, várias fontes externas que fornecem informações sobre as empresas aos investidores (designadas intermediários informativos), nos quais se destacam os analistas financeiros (que reúnem informação, avaliam as empresas, fazem previsões e, ainda, emitem conselhos em relação à manutenção ou à venda das ações) (Healy e Palepu, 2001), as publicações das associações comerciais, os relatórios das casas de corretagem (Chen *et al.*, 2010) e os meios de comunicação social, em particular, a imprensa escrita (Healy e Palepu, 2001; Chen *et al.*, 2010). Todos transmitem informação útil para definir o valor fundamental das empresas e, por isso, podem influenciar a tomada de decisão dos investidores (Chen *et al.*, 2010; Hagenau *et al.*, 2013) e podem igualmente fazer com que os eventos das empresas sejam mais previsíveis, tudo o resto igual (Kothari e Warner, 2007).

A par da obrigatoriedade da informação que as empresas têm de prestar aos organismos oficiais, assiste-se cada vez mais à divulgação voluntária de informação (*voluntary disclosure*), entendida como comunicação difundida por vontade própria das empresas por causa da sua imagem, dos investidores e da prevenção de acusações (Tian e Chen, 2009). Esta comunicação permite não só aprofundar a informação obrigatória, como também possibilita a expansão da informação, contribuindo, assim, para a melhoria da credibilidade, da sistematicidade e da diversidade das comunicações (*idem, ibidem*).

⁶ Tradução livre da autora. No original “We define financial disclosure as any deliberate release of financial information, whether numerical or qualitative, required or voluntary, or via formal or informal channels” (Gibbins *et al.*, 1990, p. 122).

Desta forma, a divulgação de informação financeira empresarial pode dividir-se entre informação obrigatória exigida pelas autoridades reguladoras e informação adicional divulgada voluntariamente que é motivada por considerações económicas de custo-benefício (Ettredge *et al.*, 2002)⁷. Alves e Santos (2008) proporcionam evidência de que os investidores dão relevância tanto à informação voluntariamente divulgada pelas entidades emitentes, como à informação cuja divulgação é imposta pelas autoridades. Estes autores igualmente evidenciam que os investidores reagem (ainda que com graus distintos) quer à informação auditada quer à informação que não é objeto de auditoria externa.

A investigação realizada ao nível do mercado de capitais revela que as decisões de as empresas avançarem com comunicações voluntárias relacionam-se sobretudo com operações no mercado de capitais, disputa do controlo empresarial, retorno das ações, questões judiciais de acionistas e custos de propriedade (Healy e Palepu, 2001). Entre os principais objetivos deste tipo de comunicação, destacam-se a apresentação e o esclarecimento do potencial da empresa aos investidores, a condução da fluidez do mercado de capitais, a garantia da alocação mais eficiente dos capitais, a diminuição dos custos de capital, o alcance de uma comunicação mais positiva com investidores para, assim, melhorar a informação obrigatória (Tian e Chen, 2009). Também Fang e Peress (2009) destacam, numa abordagem à realidade americana, que para as empresas que são alvo de reduzida cobertura por parte dos analistas, tanto a cobertura mediática como as ações concretizadas pela própria empresa com enfoque na criação de notoriedade podem ser vantajosas em termos de captação do interesse do investidor e de redução do custo de capital.

São vários os meios que as empresas utilizam para divulgarem informação de forma voluntária, de que são exemplos as conferências de imprensa que, normalmente, iniciam com instruções preparadas pela administração que, por sua vez, reiteram a informação enviada através dos comunicados de imprensa (*press releases*) (Price *et al.*, 2012). Também as apresentações de analistas, as previsões da gestão, as páginas de *Internet* e outros relatórios corporativos são recursos usados pelas organizações para difundirem informação de forma voluntária (Healy e Palepu, 2001).

⁷ Sobre a diferença da relevância atribuída à informação voluntária e obrigatória vide, entre outros, Alves e Santos (2008).

Neste enquadramento, o uso de novas tecnologias e, em particular, o recurso à *Internet*, permitiu às empresas utilizar um poderoso canal para comunicar com os clientes, com os fornecedores e com os investidores, ou seja, para alcançar uma audiência mais abrangente do que a atingida através dos meios tradicionais de divulgação e, assim, para difundir informação de uma forma mais vasta (Ettredge *et al.*, 2002). Estes autores, para a prossecução deste estudo que versa sobre o tipo de comunicação veiculado nas páginas de *Internet* das empresas, listam categorias que se inscrevem na comunicação obrigatória e as que integram a comunicação voluntária. Na primeira destacam-se o relatório anual e o relatório trimestral. Na segunda, sobressaem o calendário de eventos dirigido aos investidores, as notícias financeiras recentes e os discursos. Entre outras conclusões, verificam que a extensão de divulgação nos *sites* está positivamente relacionada com o tamanho da empresa. Também, a criação de áreas específicas para os jornalistas dentro dos *sites* institucionais tem sido um dos recursos muito aproveitados pelas empresas, procurando adicionar cada vez mais componentes interativas para dialogar com estes profissionais (Pettigrew e Reber, 2011). No estudo conduzido por estes autores, os jornalistas indicam que usam as páginas institucionais das empresas por diversos motivos, salientando-se a procura por informação geral sobre a organização, por documentação financeira e pela posição da empresa sobre determinado assunto. No entanto, revelam igualmente um certo nível de desconfiança e de sensação de manipulação perante a informação veiculada, pelo que usualmente a cruzam com os documentos oficiais e têm também tendência para recorrer a meios mais tradicionais para estabelecer contacto, como o telefone e o *e-mail*. Assim, no que à *Internet* diz respeito, não é ainda claro o efeito que está a ter sobre a relação entre os jornalistas e os profissionais de relações públicas (*idem, ibidem*).

Em síntese, considerando o que foi enunciado, verifica-se que são vários os benefícios das empresas investirem na informação voluntária, pois estas divulgações ajudam a mitigar uma potencial assimetria de informação entre gestores e investidores (Price *et al.*, 2012), embora muitas empresas ainda não disponham de práticas formais para gerir a divulgação voluntária (Guillamón-Saorín e Sousa, 2014). Por este motivo, a literatura tem vindo a colocar a questão se a promoção de notícias (isto é, a promoção de conteúdo de índole positiva sobre a empresa) afeta a cobertura noticiosa, as expectativas dos investidores e o preço das ações (Solomon, 2012).

1.4. Gestão da Divulgação de Informação

Em virtude de o nível de divulgação de informação voluntária para uma empresa ser determinado pelos seus custos e pelos seus benefícios, a equipa de gestão da instituição decide não só a natureza e o conteúdo das mensagens, como também a oportunidade e a altura mais adequadas para a sua difusão (Guillamón-Saorín e Sousa, 2014). Neste contexto, emerge o conceito de gestão da informação que se define como a gestão eficaz dos recursos de informação internos e externos de uma organização, na qual se destaca a importância da tecnologia de informação (Wilson, 1989).

Ahern e Sosyura (2014) introduzem a expressão *gestão ativa dos media*⁸ para caracterizar as situações em que as empresas são parte ativa na criação e na disseminação de informação aos órgãos de comunicação social para que as notícias publicadas influenciem favoravelmente os preços das suas ações em determinadas situações. Segundo estes autores, “...a relação fundamental entre informação e preços de ações pode ser manipulada pelas empresas que procuram alcançar os seus interesses estratégicos através da cobertura noticiosa” (*idem, ibidem*, p. 242)⁹.

Neste contexto, importa ainda salientar que frequentemente a intermediação entre as empresas e os jornalistas é realizada por profissionais de relações públicas, pelo que a ligação que se estabelece entre ambos os atores é que está no centro das relações com os *media* (Pettigrew e Reber, 2011). Neste seguimento importa igualmente destacar o impacto que a contratação de empresas que intermediem a relação com os *media* pode causar em termos de cobertura noticiosa, sobretudo as empresas especializadas em comunicar com os investidores, com os acionistas e com os *media*¹⁰ (Solomon, 2012). Segundo o autor, o recurso a estas instituições, ainda que não afete as operações da empresa, pode afetar diretamente a cobertura noticiosa (*idem, ibidem*).

Citando um relatório de 2008 da *International Accounting Standards Board*, Guillamón-Saorín e Sousa (2014) referem que uma informação financeira comunicada em tempo oportuno pode afetar positivamente a relevância e a autenticidade do seu

⁸ Na terminologia anglo-saxónica designa-se *active media management*.

⁹ Tradução livre da autora. No original “...the fundamental relation between information and stock prices can be manipulated by firms seeking to advance their strategic interests through their media coverage” (Ahern e Sosyura, 2014, p. 242).

¹⁰ O autor designa estas empresas como *Investor Relation Firms*.

conteúdo e, por isso, o sentido de oportunidade de comunicação deve ser otimizado o mais possível. Neste enquadramento, já muito se questionou se os gestores ocultam notícias sobre resultados maus (*bad earnings news*), optando por divulgá-las em alturas em que o mercado presta menos atenção e, contrariamente, se os gestores realçam notícias sobre resultados bons (*good earnings news*), anunciando-as em momentos de grande atenção por parte do mercado (deHaan *et al.*, 2015).

Neste estudo realizado por deHaan *et al.* (2015), que incluiu a análise a mais de 120 mil datas precisas (dia e hora) de anúncios de resultados, os autores verificaram que existe uma elevada frequência de alteração do *timing* para o anúncio de resultados, ainda que possa parecer que se trata de uma mudança motivada por imperativos administrativos, por exemplo¹¹. Analisando a repercussão da escolha de determinados momentos para o anúncio de resultados, os autores verificaram que depois do fecho de mercado a produção noticiosa decresce e também diminui a velocidade de atualização das previsões por parte dos analistas, o que significa que a atenção, nestas alturas, é previsivelmente menor. Foi igualmente encontrada evidência de que os gestores optam pelos períodos de menor atenção para divulgar as más notícias e, contrariamente, selecionam altura de elevada atenção para destacar as boas notícias. Em relação à seleção do dia de sexta-feira, deHaan *et al.* (2015) não verificaram que a atenção fosse menor do que a prestada de segunda a quinta-feira. No entanto, verificaram que, quando a divulgação de resultados está agendada para uma sexta-feira, os retornos anormais registados são significativamente negativos. Quanto aos ganhos inesperados, os autores constataram que são maioritariamente mais baixos quando as empresas os comunicam depois do fecho de mercado, às sextas-feiras e em dias mais movimentados (*idem, ibidem*)¹².

Também no estudo levado a cabo por Ahern e Sosyura (2014), que versa sobre situações de fusão, foi encontrada forte evidência causal de que as empresas manipulam os preços das ações através do envio de *press releases* nas alturas em que mais beneficiariam de um aumento temporário dos preços dos seus títulos e os autores

¹¹ Nesta amostra, em qualquer ano, 81,6% das empresas alteraram pelo menos uma vez o dia de semana para anunciar os seus resultados trimestrais, 25,6% das empresas modificaram a hora do anúncio e 51,4% das empresas realizaram pelo menos um anúncio de resultados a uma sexta-feira.

¹² Nesta amostra, os ganhos inesperados são 70% mais baixos quando as empresas decidem comunicar os ganhos depois do fecho de mercado, 190% mais baixos às sextas-feiras e 100% mais baixos nos dias mais movimentados.

acreditam que estes resultados podem estender-se a outro tipo de eventos, como é o caso das ofertas públicas iniciais (usualmente referidas IPO). Também Solomon (2012) encontra evidência de que a promoção de notícias pelas empresas (através de instituições especializadas) gera uma cobertura noticiosa superior para *press releases* positivos (o que traz impactos favoráveis nos preços das ações) do que para comunicados negativos.

Pelo exposto, verifica-se que os CEO das empresas têm vários incentivos para maximizar a disseminação de boas notícias e para limitar a divulgação de más notícias, não só para defesa e projeção das suas carreiras, como também para salvaguardar as críticas de outras partes interessadas (deHaan *et al.*, 2015). Também Miller e Skinner (2015) indicam que os gestores refletem muito sobre como gerir a divulgação da informação, pois estão convictos de que as decisões sobre a divulgação têm fortes implicações.

Além do *timing* de divulgação, existem outras categorias que as empresas tentam gerir antes de realizarem a divulgação, nomeadamente o pacote de informação (utilização de formatos *standard* definidos *a priori*); o conteúdo (contagem dos números ou das palavras divulgadas); a redundância (comunicação de determinada informação em múltiplos meios ou a várias audiências) e a interpretação *ex ante* e *ex post* (verificação da reação de terceiro antes e após a divulgação) (Gibbins *et al.*, 1990).

No âmbito das ações levadas pelas empresas para potenciar seu impacto, importa realçar o papel desempenhado pelos anúncios publicitários que tentam despertar o interesse para um determinado produto ou serviço ou influenciar o entendimento das pessoas sobre determinada matéria (Simon e Dejica-Cartis, 2015). Em particular, no mercado de capitais a literatura aponta para a propensão dos investidores preferirem valores mobiliários de empresas com notoriedade e com marca, o que afeta, por isso, a valorização e a liquidez dos títulos das empresas (Liao *et al.*, 2016). Assim, a promoção, através da publicidade, da imagem da empresa pode criar uma imagem positiva junto do investidor, que, por sua vez, realiza as suas decisões de investimento baseado no grau de familiaridade que possui com as empresas (*idem, ibidem*).

Em suma, há evidência de que as empresas, de forma deliberada, gerem a divulgação de informação, tendo, deste modo, sido introduzido o conceito de *gestão ativa dos media* (Ahern e Sosyura, 2014) e que as estratégias de divulgação da

informação em relação ao que transmitir e quando transmitir suscitam, por isso, a atenção dos gestores das empresas (Miller e Skinner, 2015). Neste contexto importa ainda referir que existem novas tendências em termos de disseminação da informação que podem vir a torna-se mais prevalentes, de que são exemplos os *media* sociais¹³, sendo, pois, expectável que se continuem a colocar novas questões no âmbito da gestão da divulgação da informação (*idem, ibidem*).

¹³ *Media* sociais (*social media*) definem-se como aplicações da *Internet* que se baseiam em termos técnicos e ideológicos na *Web 2.0* e que permitem a criação e a troca de conteúdo gerado pelo utilizador (Kaplan e Haenlein, 2010).

1.5. Influência dos *Media* nos Preços das Ações

A eficácia sobre o papel dos meios de comunicação, em particular sobre o da imprensa, enquanto intermediários de informação e emissores de nova informação suscita entendimentos díspares (Miller, 2006), mas o facto é que desempenham uma importante função na disseminação de informação a uma vasta audiência, especialmente aos investidores individuais (Fang e Peress, 2009), e na redução da assimetria de informação entre os diferentes participantes no mercado de capitais (Bushee *et al.*, 2010), sendo expectável que afetem a atividade desde mercado (Fang e Peress, 2009), suavizem os movimentos dos preços e acelerem a incorporação da informação nos preços (Healy e Palepu, 2001; Chen *et al.*, 2010; Aman, 2013). Com efeito, por vezes, as notícias divulgam informação sobre os lucros das empresas antes de serem oficialmente anunciados, pelo que os investidores podem incorporá-la na determinação dos preços das ações e, assim, a relação entre rentabilidades e ganhos pode ser mais bem modelada (Chen *et al.*, 2010).

Os autores Carretta *et al.* (2011) vão mais longe e verificam que as notícias desempenham um papel relevante na formação da expectativa dos investidores sobre o valor futuro das empresas. Neste contexto, salienta-se o artigo de Huberman e Regev (2001) que relata que uma notícia, apesar de ter sido publicada meses antes numa revista científica e num jornal popular, quando foi divulgada com destaque no *New York Times* despertou um grande interesse público, o que provocou um choque não só na subida dos preços dos títulos da empresa em foco, como das que operam em atividades similares.

Em relação à probabilidade de as empresas serem alvo de notícias, Fang e Peress (2009) verificam que está positivamente relacionada com o seu tamanho, com o valor das suas ações e com a concentração da sua propriedade. Quanto à possibilidade de as empresas serem alvo de uma cobertura anormal nos *media*, Bushee *et al.* (2010) constata que na imprensa é geralmente maior para as organizações grandes, que têm muitos colaboradores, que apresentam grande crescimento e que são seguidas por analistas, respondendo, deste modo, às necessidades de informação por parte dos consumidores. No entanto, as decisões de publicação neste meio são condicionadas, visto que há vários fatores que influenciam os critérios editoriais, como o valor das

receitas publicitárias e a atratividade para o leitor (*idem, ibidem*) e existem constrangimentos em termos de espaço que podem igualmente comprometer a publicação de determinado artigo (Soltes, 2010).

Embora se registre vasta investigação sobre esta matéria, a literatura financeira continua a identificar lacunas sobre como é que as informações veiculadas pelos meios de comunicação social contribuem para os movimentos de preços, especialmente nas situações de subidas e/ou de descidas acentuadas (Aman, 2013).

Entre os estudos efetuados sobre esta temática destacamos o de Chan (2003), o de Tetlock (2007), o de Fang e Peress (2009), o de Aman (2013), o de Bushee *et al.* (2010) e o de Vega (2006). Apesar de explorarem diferentes questões e de analisarem contextos diversos temporal e espacialmente, constata-se que existe relação entre a atividade noticiosa e o movimento do preço das ações que, por consequência, está associada de forma direta ao comportamento dos investidores (Bushee *et al.*, 2010; Carretta *et al.*, 2011).

Chan (2003), comparando ações que são seguidas por notícias públicas com ações que não o são, verifica que as primeiras expressam *momentum*, isto é, tendem a seguir o mesmo movimento de preço durante muito tempo, como também confirma a autora Vega (2006) anteriormente referida. Contrariamente, as ações que não são seguidas por notícias públicas na data do evento têm tendência a reverter o movimento de preço no mês subsequente (Chan, 2003).

Também Tetlock (2007), ao estudar as interações entre os *media* e a atividade diária do mercado das ações, encontra evidência de que o conteúdo das notícias pode prever movimentos em amplos indicadores da atividade deste mercado. O autor verifica que um alto nível de pessimismo veiculado pelas notícias antecipa uma pressão descendente nos preços de mercado, seguida de uma reversão para os seus valores fundamentais. Além disso, um alto ou baixo pessimismo não habitual existente nas notícias prevê um volume elevado de negociação no mercado. E, ainda, que os retornos de mercado baixos provocam um elevado pessimismo nos meios de comunicação. Desta forma, as medidas de conteúdo das notícias servem de *proxy* para o sentimento do investidor; por outro lado, revelam que os conteúdos das notícias não contêm nova informação sobre os valores fundamentais dos ativos.

Fang e Peress (2009) verificam que as ações que não são cobertas pelos *media* atingem maiores retornos futuros do que as que possuem uma elevada cobertura (considerando nesta análise fatores de risco bem conhecidos), sobretudo entre os títulos com baixa cobertura por parte dos analistas, que são principalmente propriedade de investidores individuais e com elevada volatilidade idiossincrática¹⁴. Deste modo, visto que o prémio de retorno para as ações com cobertura jornalística é economicamente significativo¹⁵, os autores concluem que a amplitude da divulgação de informações afeta os retornos das ações.

Por sua vez, Aman (2013), ao estudar a cobertura mediática japonesa que é muito extensiva e procurando determinar qual é o seu papel na prestação oportuna de informação aos mercados, deteta que há relação entre a descida acentuada dos preços das ações e uma cobertura noticiosa intensa e concentrada. Pelo contrário, as subidas pronunciadas não são induzidas por boas notícias, embora possam ser positivamente afetadas pela cobertura mediática. O autor realça, ainda, que se o jornalismo prevenir a retenção de informação negativa pelos gestores através da respetiva divulgação que, por consequência, torna o facto de domínio público, as revisões dos preços serão mais frequentes e menos drásticas.

Bushee *et al.* (2010), incidindo sobre os eventos de anúncios de ganhos, constataam que uma maior cobertura pela imprensa durante estas ocasiões, está associada a reduções nos *bid-ask spreads* e a melhorias em termos de profundidade de mercado. Além disso, sublinham que a ampla divulgação de informações pela imprensa tem mais impacto sobre a redução da assimetria de informação do que a quantidade ou a qualidade da informação e que uma cobertura de imprensa anormal está associada a um aumento no número de pequenos negócios e de transações em bloco. Carretta *et al.* (2011) verificam que, após um evento ser tornado público, o comportamento dos investidores é não só influenciado pelo conteúdo da notícia (positivo ou negativo), como também pelo tom da comunicação (forte ou fraco).

Outro estudo que neste contexto merece ser realçado prende-se com a investigação levada a cabo por Vega (2006) que, debruçando-se sobre o efeito da informação

¹⁴ Em inglês *idiosyncratic volatility* – variável que diz respeito ao logaritmo natural do retorno residual de uma ação a partir do modelo de três fatores de Fama e French (1993) baseada em dados diários (Fang e Peress, 2009).

¹⁵ Os autores referem-se a esta situação como “no-media premium”.

(pública e privada) sobre o fenómeno *PEAD*, encontra evidência de que quanto mais informação, seja pública seja privada, os investidores têm sobre o verdadeiro valor de um título, nela se baseando para as decisões de negociação, menor é variação do retorno anormal e, neste enquadramento o *PEAD* é igualmente menor para as grandes empresas, visto que tendem a ser mais transparentes do que as pequenas empresas.

Também Ahern e Sosysura (2014) afirmam que os *media* financeiros são fundamentais na modelação da relação entre a informação e os preços das ações, pois constituem-se no principal canal de divulgação de informação aos investidores.

Atendendo a que a cobertura noticiosa contribui para a diminuição da assimetria de informação entre investidores, a imprensa económica é potencialmente o intermediário informativo, entendido como agente que proporciona informação nova e útil a outras partes, que consegue chegar a mais intervenientes no mercado, como investidores sofisticados e não sofisticados, gestores e reguladores. Todavia, só é importante se aportar informação adicional à que é divulgada pelas empresas ou pelos analistas (Bushee *et al.*, 2010). Já anteriormente registava-se evidência de que a imprensa económica tende a produzir mais artigos e mais análises de índole originais do que os meios de comunicação locais e os meios de comunicação generalistas que, por sua vez, se focam na retransmissão de informação (Miller, 2006).

Entre os vários acontecimentos de uma empresa que são passíveis de se constituírem em notícia, a divulgação oficial dos resultados supostamente constitui-se no evento em que a função de intermediário dos *media* mais se destaca (Aman, 2013). Nestas situações, Bushee *et al.* (2010) indicam que a imprensa económica desempenha um papel informacional múltiplo, pois facilita a disseminação de excertos ou destaca partes-chave dos relatórios, divulga quando vão ser realizadas determinadas iniciativas, de que são exemplos as comunicações na televisão, reúne informação oriunda de diversas fontes, como informação de previsão dos analistas e informação sobre preços, e cria informação, através, por exemplo, da divulgação da opinião de gestores e de analistas. Esta pluralidade de funções denota o potencial da imprensa em aumentar o fluxo de informação no mercado e, mais uma vez, em reduzir o nível de assimetria de informação entre os investidores (*idem, ibidem*).

Relativamente aos investidores, os agentes sofisticados, também conhecidos por investidores institucionais, comprometem-se com grandes anormalidades, comprando e

vendendo ativos quando existem anúncios positivos e negativos específicos sobre as empresas, enquanto os investidores individuais só tendem a negociar num cenário de elevada anormalidade perante a divulgação de boas notícias, sendo igualmente afetados pela visibilidade (maior comprimento) da notícia. Novamente, o anúncio de ganhos é o tópico mais importante para incrementar a negociação, embora a comunicação de dividendos e as notícias sobre orçamentação de capital também sejam relevantes (Nofsinger, 2001).

Em suma, pese embora toda a investigação realizada, não é ainda claro em que medida as notícias financeiras veiculadas induzem, amplificam ou refletem as interpretações dos investidores sobre o desempenho do mercado das ações (Tetlock, 2007). No entanto, a literatura indica que os investidores recorrem aos *media* para ajudar a processar a informação e decidir quais são as histórias com relevância económica (Solomon, 2012) e que a imprensa pode ser estrategicamente usada pelas empresas para alcançar os seus próprios interesses (Ahern e Sosysura, 2014).

2. Metodologia de Estudo

Em termos metodológicos, este trabalho encontra-se dividido em três partes.

Em primeiro lugar vamos recorrer a um processo inspirado na metodologia que é conhecida por *estudo de eventos*¹⁶ (MacKinlay, 1997; Serra, 2004; Kothari e Warner, 2007), para selecionar a amostra da presente investigação, isto é, os dias de estudo de um conjunto de empresas que, por sua vez, dizem respeito aos dias em que se verificaram rentabilidades extremas e superiores ou inferiores à rentabilidade anormal média (eventos positivos e eventos negativos).

Na segunda parte, com base nesses eventos, vamos executar um *trabalho de campo*, que inclui a análise dos factos relevantes divulgados através do SDI da CMVM e a análise de dois jornais portugueses diários para aferir, respetivamente, as comunicações divulgadas pelas empresas e a cobertura noticiosa de cada evento. No âmbito deste trabalho, vamos também realizar uma *análise de conteúdo*¹⁷ (Bardin, 1979; Bos e Tarnai, 1999; Krippendorff, 2004; Macnamara, 2005).

Por fim, vamos efetuar um *estudo quantitativo* que contempla dois tipos de abordagem – *análise estatística* e *análise de regressões*.

¹⁶ Na terminologia anglo-saxónica designa-se *event study*.

¹⁷ Na terminologia anglo-saxónica designa-se *content analysis*.

2.1. Identificação dos “Eventos”

Com base nas empresas que integraram permanentemente o *PSI-20* entre 1 de janeiro de 2004 e 31 de dezembro de 2013, apoiámo-nos na metodologia do *estudo de eventos* para selecionar a amostra da presente investigação, ou seja, os dias em que se registaram rentabilidades extremas positivas e rentabilidades extremas negativas, em qualquer dos casos fora do intervalo de confiança da rentabilidade média anormal, e que se vão consubstanciar, respetivamente, nos designados «eventos positivos» e «eventos negativos».

O *estudo de eventos* permite medir o impacto de um evento específico numa determinada variável num período de tempo particular ou em vários períodos e, assim, possibilita perceber as fontes e as causas dos efeitos (ou a falta de efeitos) do acontecimento sob investigação. Por este motivo, trata-se de uma metodologia utilizada em vários domínios e as suas origens remontam aos anos 30 do século XX (MacKinlay, 1997). O *estudo de eventos* possibilita quantificar o impacto de um acontecimento no valor de uma empresa (MacKinlay, 1997; Serra, 2004; Kothari e Warner, 2007).

O conceito fundamental do *estudo de eventos* prende-se com o cálculo do *retorno anormal* que, por sua vez, corresponde à subtração entre o *retorno observado (ou efetivo) do título* e o *retorno normal* que se esperaria que o título tivesse caso o evento não ocorresse (MacKinlay, 1997). Esta relação é dada pela seguinte equação:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}|X_t) \quad (2.1)$$

Onde:

- AR_{it} corresponde à rentabilidade anormal da ação i na data do evento t ;
- R_{it} corresponde à rentabilidade observada, isto é, à rentabilidade observada da ação i na data do evento t ;
- $E(R_{it}|X_t)$ corresponde ao retorno normal (esperado) da empresa i na data do evento t .

Registando-se uma frequência estatisticamente relevante de anormalidade, tal significa que o valor é de forma sistemática diferente daquele que foi estimado ou previsto (Kothari e Warner, 2007).

Para calcular o retorno normal é delimitado um *período de estimação* que consiste na seleção de um intervalo temporal fora do período do evento para se garantir o não enviesamento dos resultados. Por norma este período é sempre anterior, mas, por vezes, são integrados igualmente os dados após a janela do evento para se aumentar a robustez desta medida (MacKinlay, 1997). Serra (2004) sublinha que a seleção deste período para medir os retornos normais é central para conduzir um *estudo de eventos*.

Existem várias possibilidades para calcular a rentabilidade normal de um dado título num total de quatro modelos. Dois inscrevem-se na categoria de modelos estatísticos – o *Modelo de Rentabilidade Média Constante* que assume que o retorno médio de uma dada ação é constante ao longo do tempo e o *Modelo de Mercado* que estabelece uma relação linear estável entre o retorno do portefólio de mercado e o retorno de uma dada ação. Os outros dois inscrevem-se na categoria dos modelos económicos – o *CAPM* e a *APT*. O primeiro defende que o retorno esperado de um ativo é determinado pela sua covariância com o portefólio de mercado. A *APT* indica que o retorno esperado de um ativo é uma combinação linear de múltiplos fatores de risco (MacKinlay, 1997).

Para o presente estudo, vamos utilizar o *Modelo de Mercado* que se traduz na seguinte equação:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

Onde:

- R_{it} corresponde à rentabilidade do título i no momento t ;
- α_i corresponde a um dos parâmetros do modelo do título i que é a constante;
- β_i corresponde a um dos parâmetros do modelo do título i que é a ordenada na origem;
- R_{mt} corresponde ao retorno do mercado no momento t ;
- ε_{it} corresponde aos erros de estimação, isto é, à diferença entre a rentabilidade observada e a rentabilidade esperada para o título i no momento t .

A seleção do *Modelo de Mercado* baseou-se em três razões. Em primeiro lugar, este modelo representa uma melhoria em relação ao *Modelo da Rentabilidade Média Constante* por eliminar a parte da rentabilidade que está relacionada com a variação da rentabilidade de mercado, reduzindo a variância do retorno anormal e aumentando, por isso, a possibilidade de se detetarem os efeitos do evento. Em segundo lugar, dado que esta investigação versa sobre dados diários, é mais fiável e viável optar por este modelo. Por fim, os ganhos alcançados com a aplicação de modelos multifatoriais, como o *CAPM* e a *APT*, ao estudo de eventos são limitados (MacKinlay, 1997).

Após a definição da metodologia para o cálculo do modelo de desempenho normal, podem calcular-se os retornos anormais. Estes retornos contemplam não só a definição da hipótese nula, como também a determinação das técnicas para agregar os retornos anormais da empresa, de forma a desenharem-se inferências gerais em relação ao evento de interesse. Neste contexto, destaca-se o conceito de *CAR* que, tal como o nome aponta, consiste na soma de um intervalo de retornos anormais (normalmente alguns dias) antes e/ou depois do evento em questão, que se revela importante para evitar o enviesamento que poderia existir se apenas se considerasse o retorno anormal do dia. Os *CAR* são, por isso, necessários para se estudar um período múltiplo de janelas de eventos (MacKinlay, 1997), como acontece no presente estudo.

Com base na informação disponibilizada pela CMVM e, concretamente, nos *Indicadores Mensais do Mercado de Capitais Português*¹⁸, selecionaram-se as empresas que integraram permanentemente o índice *PSI-20* entre 1 de janeiro de 2004 e 31 de dezembro de 2013 a que corresponde um período de 120 meses. No total há 10 empresas nesta situação¹⁹.

Ulteriormente recolheram-se as cotações diárias ajustadas²⁰ dos títulos das empresas do índice *PSI-20 Total Return* e o valor diário de fecho do próprio índice na base de

¹⁸ Disponíveis em www.cmvm.pt/cmvm/estatisticas/indicadores.

¹⁹ As empresas encontram-se identificadas no ponto I da secção *Anexos*.

²⁰ Isto é, cotações corrigidas de eventos societários, tais como: distribuição de dividendos, *stock splits* e aumentos de capital. Estas cotações ajustadas permitem, assim, calcular o desempenho diário de cada título.

dados *Datastream*²¹. Utilizaram-se igualmente taxas de rentabilidade diárias contínuas (isto é, rentabilidades logarítmicas). A estimação das taxas de rentabilidade diárias esperadas para cada título foi medida pela rentabilidade do *PSI-20 Total Return*.

O período de estimação compreendeu os 120 dias anteriores ao evento, excluindo os 5 dias anteriores ao dia do evento. Após ser calculada a taxa de rentabilidade contínua dos diferentes títulos e também a do *PSI-20 Total Return*, foi possível estimar, para cada uma das empresas, a constante α e a inclinação β que, por sua vez, permitiram calcular o valor normal (esperado) da taxa de rentabilidade para cada dia do título, de acordo com a fórmula do *Modelo de Mercado* anteriormente explicitada (equação 2.2)²².

Relativamente aos *CAR*, nesta investigação consideraram-se os relativos à soma dos 5 dias anteriores ao evento com o dia do evento e os relativos à soma do dia do evento com os 5 dias ulteriores.

Com base nos resultados obtidos, para cada empresa foram escolhidos os dias de estudo, doravante designados «eventos» ou «dias de evento» em que se registaram rentabilidades extremas positivas («eventos positivos») ou negativas («eventos negativos»), até um máximo de 35 dias em cada caso por empresa²³, selecionados como se segue:

- 1) O retorno anormal do dia²⁴ tem de ser superior (eventos positivos) ao limite superior ou ser inferior (eventos negativos) ao limite inferior do intervalo de confiança, com 99% de nível de confiança, do retorno anormal médio diário da respetiva empresa²⁵;

²¹ A *Datastream* é uma base de dados profissional da Thomson Reuters que integra pesquisa económica e estratégia com análises cruzadas de forma a divulgar, numa única aplicação integrada, análises designadas *top down* e *bottom up* (<https://forms.thomsonreuters.com/datastream/>).

²² Todos estes cálculos foram efetuados com recurso ao programa informático *Microsoft Excel*.

²³ A introdução de um limite de 70 eventos por empresa deveu-se apenas a razões pragmáticas, isto é, visou garantir a exequibilidade do estudo em tempo útil.

²⁴ Calculado nos termos descritos neste ponto.

²⁵ Na construção dos intervalos de confiança da média da população, uma vez que não são conhecidas nem a distribuição nem a variância do retorno anormal diário, recorreu-se ao teorema do limite central, segundo o qual, à medida que a dimensão da amostra aumenta, a distribuição da média amostral torna-se próxima da distribuição normal e pode ser aproximada por esta. A dimensão da nossa amostra tornou

- 2) Os *CAR* para períodos de 5 dias incluindo o dia do evento, terminados ou iniciados nesse dia, têm de ser ambos superiores (eventos positivos) aos limites superiores ou ambos inferiores (eventos negativos) aos limites inferiores dos respetivos intervalos de confiança, com 99% de nível de confiança, dos *CAR* médios da respetiva empresa²⁶;
- 3) De entre os dias que preencheram os requisitos anteriores escolheram-se até 35²⁷ eventos com *CAR*, para períodos de 5 dias iniciados no dia em causa, com valores mais elevados (para os casos positivos), ou com os valores mais baixos (para os casos negativos). Fez-se, por isso, um ranking dos *CAR* e escolheram-se os dias de topo para os eventos positivos e os dias com *CAR* mais baixos para os eventos negativos.

Por outras palavras, como dias de evento foram escolhidos os dias em que se registaram os *CAR* mais extremos (positivos ou negativos), limitando a 35 o número máximo de extremos positivos e a 35 o número máximo de extremos negativos por empresa, e impondo adicionalmente que quer o respetivo retorno anormal diário, quer os *CAR* para períodos de 5 dias incluindo o dia do evento, terminados ou iniciados nesse dia, fossem – com 99% de nível de confiança – estatisticamente distintos do respetivo valor esperado (isto é, da média da população).

O número de dias de eventos positivos (negativos) total é de 218 (212), a que corresponde a um valor médio de 21,8 (21,2) por empresa, sendo o mínimo de 16 (16) e o máximo é, evidentemente, de 35.

possível este procedimento, visto que para cada empresa dispomos de, em média, 2865 rentabilidades anormais diárias.

²⁶ Aplica-se aqui, com as devidas adaptações, a observação constante da nota de rodapé anterior.

²⁷ Novamente, este limite foi estabelecido para tornar o trabalho exequível.

A Tabela 1 apresenta a distribuição dos eventos em termos cronológicos.

Tabela 1. Distribuição temporal dos eventos

	Período de Análise (Ano)									
	2004	2005	2006	2007	2008 ²⁸	2009	2010	2011	2012	2013
Número de Eventos	13	6	9	26	118	38	42	71	60	47
Número de Eventos Positivos	3	4	7	9	58	27	16	31	38	25
Número de Eventos Negativos	10	2	2	17	60	11	26	40	22	22

²⁸ Como foi anteriormente indicado (Shefrin, 2009), o ano de 2008 marca o início da crise financeira. Em Portugal assistiu-se, igualmente neste ano, a vários acontecimentos que afetaram o mercado de capitais e, em particular, as empresas em estudo, potenciando ora rentabilidades extremas positivas (de que são exemplos os grandes investimentos realizados por algumas empresas de distribuição e de comunicações, apesar da crise económica) ora rentabilidades extremas negativas (de que são exemplos os problemas vividos pela banca portuguesa).

2.2. Trabalho de Campo

Na presente investigação, a *janela de análise jornalística do evento* é constituída por 7 dias consecutivos – os 3 dias anteriores ao evento, o dia do evento e os 3 dias ulteriores ao evento. Desta forma, para os eventos positivos vão ser considerados 1526 dias e para os eventos negativos 1484 dias, o que perfaz 3010 dias.

Após estarem selecionados os «dias de evento», recorreremos ao *SDI*²⁹ da CMVM para aferir se, na *janela de análise jornalística do evento*, as empresas em estudo divulgaram oficialmente algum tipo de informação ao mercado³⁰. Adicionalmente, no mesmo período de tempo, consultámos dois jornais diários económicos portugueses – *Jornal de Negócios* e *Diário Económico* – para averiguar o tipo de cobertura noticiosa realizado e se está relacionado com a designada comunicação voluntária realizada pelas empresas. Para a concretização deste estudo havia interesse em utilizar a base de dados *Factiva*³¹, mas, por impossibilidade de acesso a este recurso, efetuou-se a consulta presencial dos referidos títulos na Biblioteca Pública Municipal do Porto e uma parte dos periódicos do *Diário Económico*, em particular o ano de 2008 e a partir de setembro de 2009 até ao final de 2013, foi consultada através da assinatura digital deste jornal. Importa, também, salientar que nesta análise considera-se a totalidade da edição dos jornais e, se aplicável, os suplementos que dela fizeram parte integrante.

Apesar de outros periódicos provavelmente terem publicado notícias sobre os eventos em estudo, estes títulos, incluídos na APCT na categoria *Economia/Negócios e Gestão*³², de forma cumulativa, desenvolvem atividade em todo o período de análise e têm uma frequência diária, pelo que se constituem em fontes consistentes de informação financeira e, consequentemente, sobre o mercado de capitais³³.

²⁹ Disponível em <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/index.cfm>.

³⁰ Considera-se que a data do comunicado é igual à data de divulgação pela CMVM.

³¹ A *Factiva* é uma base de dados, propriedade da *Dow Jones*, que reúne uma vasta coleção de informação oriunda de fontes diversas – notícias impressas, *web media*, *social media*, multimédia e publicações comerciais, dando, por isso, acesso imediato a milhares de artigos, em 28 idiomas e em cerca de 200 países (www.dowjones.com/factiva/sources.asp).

³² Informações disponíveis em www.apct.pt.

³³ Informações sobre cada um dos jornais estão disponíveis no ponto II da secção *Anexos*.

Para estudar cada um dos eventos foi criada uma matriz (detalhada no ponto III da secção *Anexos*) que se divide em quatro grandes áreas – *Empresa*, *Janela Temporal*, *CMVM* e *Jornais* – e que na totalidade analisa 28 variáveis³⁴.

A secção *Empresa* é constituída por 5 variáveis: (i) ID (número de identificação da empresa); (ii) Data (dia, mês e ano do evento); (iii) Tipo de evento (positivo ou negativo); (iv) CAR1 [-5; 0] (retorno anormal cumulativo que compreende os cinco dias anteriores ao evento e o dia do evento); (v) CAR [0; +5] (igual à variável anterior, mas contemplando o dia do evento e os cinco dias ulteriores).

A secção *Janela Temporal* é constituída por 2 variáveis: (i) Data (dia, mês e ano de análise); (ii) Janela temporal (localização da data em relação ao evento, ou seja, (a) antes do evento; (b) dia do evento; (c) depois do evento). É esta data que vai balizar a análise das próximas duas secções.

A secção *CMVM* é composta por 4 variáveis: (i) SDI (existência ou não de envio de facto relevante à CMVM); (ii) Múltiplo SDI (existência de mais do que um facto relevante da empresa divulgado no mesmo dia); (iii) Horário de difusão de informação (hora da divulgação da comunicação que pode ser: (a) dentro do horário de mercado ou (b) fora do horário de mercado); (iv) Tipo de comunicação (tema da comunicação que, por sua vez, se divide em 13 categorias – (a) Anúncio de Dividendos; (b) Apresentação de Resultados; (c) Aquisições; (d) Aumento de Capital; (e) Fusão; (f) Governo da Empresa; (g) Novos Negócios; (h) OPA – oferente; (i) OPA – visada; (j) *Rating*; (k) Referência a notícia e/ou a órgão de comunicação social; (l) Vendas; (m) Outro).

A secção *Jornais*³⁵ é composta por 17 variáveis: (i) ID (identificação do jornal); (ii) Publicidade (existência ou não de pelo menos uma publicidade da empresa); (iii) Primeira página (menção a notícia sobre a empresa na primeira página); (iv) Múltiplo artigo (existência de mais do que um artigo da empresa na mesma edição do jornal); (v) Artigo (existência de, pelo menos, um artigo da empresa); (vi) Página (localização do artigo no jornal que, por sua vez, se subdivide em duas categorias – (a) Par; (b) Ímpar); (vii) Tema do artigo (tema principal do artigo em análise que, por sua vez, se divide em 13 categorias – (a) Ações; (b) Anúncio de Dividendos; (c) Apresentação de Resultados;

³⁴ O presente estudo não contempla a análise de todas as variáveis, mas os dados recolhidos deverão integrar um futuro trabalho de investigação.

³⁵ Esta secção foi preenchida duas vezes – uma para o *Jornal de Negócios* e outra para o *Diário Económico*.

(d) Aquisições; (e) Aumento de Capital; (f) Fusão; (g) Governo da Empresa; (h) Novos Negócios; (i) OPA – oferente; (j) OPA – visada; (k) *Rating*; (l) Vendas; (m) Outro; (viii) Múltiplas fontes (existência de mais do que uma fonte de informação no artigo em análise); (ix) ID fonte (indicação se a fonte é: (a) Identificada ou (b) Não identificada); (x) Natureza da Fonte (apenas aplicável nos casos em que as fontes estão identificadas e que compreendem 7 categorias – (a) Agência de Notícias Internacional; (b) Agência de Notícias Nacional; (c) Analista; (d) CMVM; (e) Empresa; (f) Órgão de Comunicação Social; (g) Outra); (xi) Género da peça jornalística que contempla 6 categorias – (a) Editorial; (b) Entrevista; (c) Notícia; (d) Opinião; (e) Reportagem; (f) Outro); (xii) Dimensão do artigo (categorização do artigo em função do espaço ocupado e, se aplicável, contemplando a existência de imagem em: (a) Breve; (b) Pequeno; (c) Médio; (d) Longo); (xiii) Secção (classificação do artigo em função da sua localização em: (a) Economia/Empresas/Negócios; (b) Outra); (xiv) Conteúdo Positivo que se encontra subdividido em três categorias – (a) Resultados e suas componentes; (b) Investimentos; (c) Dividendos); (xv) Conteúdo Negativo que se encontra subdividido nas iguais três categorias anteriormente mencionadas mas com o sentido oposto; (xvi) Imagem (existência de algum tipo de ilustração do artigo); (xvii) Autor (indicação se o autor da peça jornalística está identificado).

2.2.1. Análise de Conteúdo

Relativamente às variáveis *Conteúdo Positivo* e *Conteúdo Negativo*, que integram, como indicado a matriz anteriormente apresentada, importa salientar que a classificação das diferentes peças jornalísticas nas classes definidas em cada variável³⁶ teve por base a *análise de conteúdo*.

As origens da *análise de conteúdo* e, em particular, as análises sistemáticas de texto remontam ao século XVII, por altura das investigações inquisitoriais da Igreja (Krippendorff, 2004), mas os primeiros trabalhos realizados através da aplicação de procedimentos quantitativos cifram-se no final dos anos 20 do século XX, nos EUA, no campo do jornalismo (Bardin, 1979; Bos e Tarnai, 1999). Mais tarde, por ocasião da segunda Guerra Mundial, estes estudos intensificaram-se, sobretudo ao nível da

³⁶ Como foi referido, a explanação das diferentes variáveis está disponível no ponto III da secção *Anexos*.

propaganda, numa altura em que se assistia também ao triunfo do *behaviorismo* (Bardin, 1979), embora se constate que as investigações se limitavam a agrupar o conteúdo em categorias específicas e a contabilizar a sua frequência com a intenção de descrever o *conteúdo manifesto*³⁷ (Bos e Tarnai, 1999). Existem várias definições para caracterizar a *análise de conteúdo*, mas uma das mais célebres neste período é da autoria de Bernard Berelson, em 1952, que refere que “*a análise de conteúdo é uma técnica de investigação que tem por finalidade a descrição objetiva, sistemática e quantitativa do conteúdo manifesto da comunicação*” (citado por Bardin, 1979, p. 19; Krippendorff, 2004, p. 19; Macnamara, 2005, p. 2)³⁸. A somar-se à dimensão descritiva, nas décadas seguintes este tipo de estudo possibilita também, com base nos dados recolhidos, a extração de conhecimento de forma lógica após o tratamento dos dados, situação que está intimamente relacionada com a evolução tecnológica e com a crescente utilização de programas computacionais (Bardin, 1979; Bos e Tarnai, 1999). Deste modo, a *análise de conteúdo* adquire uma dupla funcionalidade, que pode ser simultaneamente combinada, ao desempenhar uma função heurística (relacionada com uma atitude exploratória dos dados) e uma função de prova (relacionada com a verificação de hipóteses previamente formuladas), sendo utilizada em diversos domínios das ciências sociais, como a Comunicação, a Sociologia e a Psicologia (Bardin, 1979).

Importa igualmente realçar que, na segunda metade do século XX, emerge o conceito de análise qualitativa que tem como característica a “*...inferência (variáveis inferidas a partir de variáveis de inferência ao nível da mensagem)...*” (Bardin, 1979, p. 116), que é independente de se basear em indicadores quantitativos, o que suscitou uma troca de ideias entre a abordagem quantitativa e a qualitativa (Bardin, 1979; Krippendorff, 2004; Macnamara, 2005). Desta forma, atendendo à evolução realizada, a *análise de conteúdo* passa a ser definida como “*um conjunto de técnicas de análises das comunicações visando obter, por procedimentos, sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/receção (variáveis inferidas) destas mensagens*” (Bardin, 1979, p. 42). Krippendorff declara que “*a análise*

³⁷ Na terminologia anglo-saxónica designa-se *manifest content*.

³⁸ Não foi possível aceder à obra original.

de conteúdo é uma técnica de pesquisa para fazer inferências replicáveis e válidas a partir de textos (ou outra matéria significativa) para os contextos da sua utilização” (Krippendorff, 2004, p. 18)³⁹.

Concretamente, em relação à *análise de conteúdo dos media*, Macnamara (2005) considera que, sendo um subconjunto da análise de conteúdo, é uma metodologia de pesquisa bem estabelecida. O autor acrescenta ainda que, dado que os textos dos *media* são polissêmicos, em virtude de, além do próprio meio, a audiência e o contexto poderem influenciar a interpretação e o impacto das mensagens, a combinação de ambas as perspectivas constitui-se na abordagem ideal (*idem, ibidem*).

Para efetuar uma *análise de conteúdo* é necessário cumprir três etapas. A primeira diz respeito à *pré-análise* que, por sua vez, tem três propósitos ainda que cronologicamente possam assumir uma ordem diferente da apresentada – criação do *corpus de análise*, isto é, seleção dos documentos que vão ser analisados; formulação de hipóteses e de objetivos; referenciação dos índices e elaboração de indicadores que fundamentem a interpretação final. Neste ponto é extremamente importante preparar um *sistema de codificação* que permita organizar os dados. Este, no caso de uma análise quantitativa e categorial, implica definir a *unidade de codificação* ou *unidade de registo*, as *regras de contagem* e as *categorias* (Bardin, 1979). Dado que este procedimento se constitui num dos problemas centrais da *análise de conteúdo* (Bos e Tarnai, 1999), deve obedecer a regras homogêneas, exaustivas, exclusivas, objetivas e adequadas (Bardin, 1979) que são aplicáveis em todas as situações, de forma a garantir-se a confiança e a replicabilidade do procedimento adotado (Krippendorff, 2004). A segunda etapa diz respeito à *exploração do material* e consiste na concretização sistemática das decisões previamente tomadas (Bardin, 1979). A terceira etapa dedica-se ao *tratamento dos resultados*, à *inferência* e à *interpretação*, ou seja, à deteção das informações fornecidas pela análise executada através da aplicação de testes estatísticos que permitem realizar inferências e adiantar interpretações (*idem, ibidem*).

Na presente investigação, foram criadas, como indicado, duas variáveis independentes: *Conteúdo Positivo* e *Conteúdo Negativo*.

³⁹ Tradução livre da autora. No original “Content analysis is a research technique for making replicable and valid inferences from texts (or other meaningful matter) to the contexts of their use” (Krippendorff, 2004, p. 18).

Relativamente à variável *Conteúdo Positivo*, foram criadas três subcategorias. A primeira – *Resultados positivos e suas componentes* – inclui as peças jornalísticas que versem sobre temáticas que adicionem valor à empresa, de que são exemplos o aumento de lucros, o aumento de faturação, a descida de custos, a descida de juros, a conquista de novos clientes e a penetração em novos mercados. A segunda subcategoria – *Novos investimentos* – inclui as peças jornalísticas que trabalhem temas relacionados com o investimento e/ ou com a expansão da empresa, destacando-se, neste contexto, a fusão (se a empresa for o comprador), a criação de emprego, a participação e/ou o ganho de concursos, a exportação da atividade, a melhoria da estrutura de financiamento, como a diminuição da dívida e a não necessidade de aumento de capital. A terceira subcategoria – *Dividendos* – contempla os trabalhos jornalísticos que tratem das temáticas relacionadas com o anúncio e com a distribuição de dividendos.

Quanto à variável *Conteúdo Negativo*, segmenta-se igualmente em três subcategorias que contemplam as situações contrárias às anteriormente enunciadas, ou seja, *Resultados negativos e suas componentes*; *Dívidas*; *Não distribuição de dividendos*. Na primeira incluem-se, por exemplo, as peças jornalísticas que cobrem as situações de prejuízos das empresas, de aumento de custos, de aumento de juros e de perda de clientes e/ ou de mercados. Na segunda, são classificadas os trabalhos jornalísticos que versam sobre temas relacionados com situações desfavoráveis para a empresa, como, por exemplo, a fusão (se a empresa for adquirida), o desemprego, a perda de património e de concursos e a alteração da estrutura de financiamento (aumento da dívida e necessidade de realizar aumentos de capital). Na terceira, são classificadas as peças jornalísticas que tratem da não distribuição de dividendos por parte das empresas.

Embora se possa admitir que a classificação do autor tenha sempre subjacente um carácter subjetivo e que o contexto possa também influenciar a análise, importa enaltecer que a definição de cada variável e das respetivas classes obedeceu ao cumprimento dos requisitos anteriormente enunciados para tornar a análise credível e fiável e, assim, para poderem ser realizadas inferências válidas.

2.3. Métodos Quantitativos

Depois da realização do trabalho de campo, procedemos à execução da análise quantitativa dos dados recolhidos que inclui dois tipos de abordagem – *Análise Estatística* e *Análise de Regressões*.

Relativamente à *Análise Estatística*, vamos realizar *testes de hipóteses* que permitem testar a diferença entre duas proporções binomiais (neste caso entre os diferentes tipos de evento) e cuja estatística de teste é a seguinte (Cabral e Guimarães, 1997):

$$z = \frac{\left(\frac{X_A}{N_A} - \frac{X_B}{N_B}\right) - p_0}{\sqrt{\left(\frac{X_A(N_A - X_A)}{N_A^3} + \frac{X_B(N_B - X_B)}{N_B^3}\right)}} \sim N(0,1) \quad (3.3)$$

Onde:

- X_A representa os dias da variável em estudo para os eventos do tipo A;
- X_B representa os dias da variável em estudo para os eventos do tipo B;
- N_A representa o total de dias para os eventos do tipo A;
- N_B representa o total de dias para os eventos do tipo B;
- p_0 representa a diferença de proporções sob a hipótese nula.

Adicionalmente vamos construir tabelas de contingência (Everitt, 1992) com *duas dimensões* (duas variáveis) que se caracterizam por ser *exaustivas* (as categorias definidas acomodam todos os elementos da população) e *mutuamente exclusivas* (a observação só pode estar classificada numa e apenas numa célula da tabela de contingência). Cada variável é composta por duas categorias, denominadas categorias r e c ⁴⁰, sendo, por isso, este tipo de matriz conhecido como tabela de contingência $r \times c$ (*idem, ibidem*).

Após a construção das matrizes de contingência, também no âmbito da *Análise Estatística*, foram realizados *testes de independência do Qui-quadrado*. Seguindo a

⁴⁰ r corresponde à abreviatura de *row* (linha) e c corresponde à abreviatura de *column* (coluna).

distribuição *Qui-quadrado*, a estatística deste teste é representada pela seguinte equação (Cabral e Guimarães, 1997):

$$ET = \sum_{i=1}^r \sum_{j=1}^c \frac{(N_{ij} - \hat{e}_{ij})^2}{\hat{e}_{ij}} \sim X^2 (r - 1)(c - 1) \quad (3.4)$$

Onde:

- r representa o número de categorias da variável em linha;
- c representa o número de categorias da variável em coluna;
- N_{ij} representa o número de observações na categoria i da variável linha e na categoria j da variável coluna (frequência da $ij^{\text{ésima}}$ célula da tabela);
- \hat{e}_{ij} representa o número de observações esperado na categoria i da variável linha e na categoria j da variável coluna (frequência esperada da $ij^{\text{ésima}}$ célula da tabela).

No que respeita à *Análise de Regressões*, vamos recorrer ao *modelo de regressão não-linear probit com múltiplos regressores*. De forma sucinta, os modelos não lineares são formulados especificamente para variáveis dependentes binárias, ou seja, variáveis que assumem o valor 1 se forem verificadas e 0 em caso contrário (Stock e Watson, 2012). Assim, a utilização do *modelo probit* vai permitir perceber se existe relação entre a variável dependente binária e outras variáveis associadas a cada evento (variáveis independentes).

Primeiramente utilizou-se o programa *EViews* para estimar as regressões *probit*. No entanto, dado que este programa não possibilita corrigir problemas de heterocedasticidade, recorreremos, então, ao programa *Stata* para estimar um *heterocedastic probit model*, com erros robustos.

3. Estudo Empírico

3.1. Questão de Investigação e Objetivos

Com o intuito de encontrar resposta para a questão de investigação formulada – *Há evidência de que as empresas cotadas em bolsa gerem a informação antes ou depois da ocorrência de rentabilidades extremas, sejam negativas ou positivas?* – foram definidos dois objetivos principais.

Em primeiro lugar, procuramos aferir qual é a cobertura noticiosa realizada pelos meios de comunicação social antes, durante e depois da ocorrência do evento e se tal cobertura é assimétrica.

Em segundo lugar, pretendemos verificar se há evidência de que as notícias publicadas possam ter sido promovidas pela empresa com o intuito de, no caso de uma descida acentuada dos preços, minimizar os impactos negativos e, no caso de uma subida acentuada dos preços, capitalizar os factos positivos.

Com o enfoque colocado nestes objetivos, procuraremos verificar se a proporção de vezes que as empresas são notícia, são notícia de primeira página, divulgam factos relevantes, publicam anúncios publicitários, são fonte de notícia, dão entrevistas (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos, bem como se a proporção de vezes que os trabalhos jornalísticos têm dimensão longa e têm um conteúdo relacionado com o tipo de evento (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos. Procuraremos igualmente encontrar evidência para a existência de independência entre a empresa ser notícia, ser notícia de primeira página, divulgar um facto relevante, publicar um anúncio publicitário, ser fonte de notícia, dar entrevista (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo), bem como para a existência de independência entre trabalhos jornalísticos com dimensão longa e o conteúdo dos trabalho jornalísticos (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo). Adicionalmente, procuraremos perceber qual é o efeito (ou ausência de efeito) de determinadas variáveis sobre outras variáveis antes e depois da ocorrência do evento.

3.2. Análise Quantitativa

Nos dois jornais selecionados, contemplando a janela temporal definida (7 dias) para os eventos sob investigação (430), ou seja, 3010 dias, obteve-se um total de 2330 artigos (1111 do *Jornal de Negócios* e 1219 do *Diário Económico*), o que indica que, em média, cada evento obteve (antes, durante ou depois do dia do evento) uma cobertura jornalística superior a 5 artigos.

A Tabela 2 apresenta a distribuição das notícias nos dois jornais por tipo de evento.

Tabela 2. Distribuição das notícias por tipo de evento

	Número de Notícias			Porcentagem do Total de Notícias	
	Eventos Positivos	Eventos Negativos	Total	Eventos Positivos	Eventos Negativos
Jornal de Negócios	581	530	1111	52,30%	47,70%
Diário Económico	626	593	1219	51,35%	48,65%
Total	1207	1123	2330		
Média – Notícias/Evento	5,54	5,30	5,42		

Em termos absolutos, tanto o *Diário Económico* como o *Jornal de Negócios* publicaram mais notícias nas situações de eventos positivos do que nas de eventos negativos, embora as diferenças registadas não sejam muito expressivas em ambos os títulos (no total foram publicadas 1207 notícias para os eventos positivos e 1123 para os eventos negativos).

Relativamente aos factos relevantes difundidos pelas empresas através do SDI da CMVM, no período em análise foi contabilizado um total de 225 comunicações.

3.2.1. Análise Estatística

Para apurar a diferença de proporções existente entre a cobertura noticiosa dos eventos positivos e dos eventos negativos e entre o período anterior e ulterior, foram realizados *testes de hipóteses*. De acordo com esta tipologia de teste, sob a hipótese nula, a diferença entre as duas proporções é p_0 , ou seja:

$$H_0: p_A - p_B = p_0$$

Onde:

- p_A representa a proporção amostral de eventos do tipo A;
- p_B representa a proporção amostral de eventos do tipo B.

Como hipótese alternativa adotaremos a hipótese de $p_A - p_B > p_0$, nos casos em que a diferença amostral for positiva, e de $p_A - p_B < p_0$ nos casos em que a diferença amostral for negativa. Por outras palavras, realizaremos testes unilaterais. Neste estudo vamos adotar $p_0 = 0$, ou seja, estamos a testar a hipótese de a diferença de proporções nas duas populações ser nula o que significa que estamos a testar a hipótese de a proporção ser igual nessas duas populações.

Relativamente às tabelas de contingência, tal como foi referido, vão ser construídas matrizes de duas dimensões. No entanto, para efeitos de representação da informação, as tabelas de seguida apresentadas (Tabelas 3 a 11) integram na realidade quatro matrizes de contingência, pois pretende comparar-se a relação entre as variáveis em quatro quadrantes temporais – *Antes* (compreende os três dias antes da ocorrência do evento), no *Dia* (compreende apenas o dia do evento), *Depois* (compreende os três dias ulteriores à ocorrência do evento) e na *Totalidade da janela de observação* (compreende toda a janela temporal definida, ou seja, os 7 dias de análise).

Desta forma, uma das variáveis – *Tipo de evento*, transversal a toda a análise e representada em linha, subdivide-se em duas categorias – *Evento positivo* e *Evento negativo*. As restantes variáveis em análise encontram-se representadas em colunas e cada será, em linha com o explicado, constituída por quatro categorias – *Antes*; *Dia*; *Depois*; *Total*.

Para apurar a existência de independência entre o tipo de evento e as diferentes variáveis, conforme foi também indicado, foram realizados *testes de independência do Qui-quadrado*. De acordo com esta tipologia de teste, sob a hipótese nula, as variáveis em estudo são independentes, ou seja:

$$H_0: \text{variável } X \text{ é independente da variável } Y$$

Onde:

- X representa o tipo de evento (tipo A ou tipo B);
- Y representa a variável em estudo.

Como hipótese alternativa adotaremos a hipótese de as variáveis não serem independentes.

I Grupo de questões

- A proporção de vezes que as empresas são notícia (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos?

- Existe independência entre ser notícia (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?

Contemplando toda a janela de cobertura jornalística do evento (isto é, o período anterior, o dia e o período ulterior ao dia do evento), não se pode rejeitar a hipótese nula de que a proporção de vezes que as empresas são notícia é idêntica para eventos positivos e negativos (vide coluna «Todos» da Tabela 3). No que respeita ao teste de independência do *Qui-quadrado*, os resultados indicam também que não há evidência de que ser ou não ser notícia dependa do tipo de evento (positivo ou negativo). Assim, considerando todo o período de análise, a publicação de um artigo é independente de se tratar de uma subida ou de uma descida abrupta dos preços das ações das empresas em estudo.

Em particular, atendendo às constituintes da janela temporal, também no dia do evento não há evidência estatística que permita distinguir a proporção da cobertura noticiosa dos eventos positivos da cobertura dos eventos negativos e os resultados do teste de independência do *Qui-quadrado* reiteram estas conclusões, isto é, publicar ou não notícia não depende do tipo de evento (vide coluna «Dia» da Tabela 3). É igualmente de destacar que, no dia do evento, a percentagem de publicação de notícias é elevada (mais de 70% em ambos os tipos de evento), situação que está em linha com o indicado anteriormente, em que se verifica que a probabilidade de as empresas serem alvo de notícias está positivamente relacionada com o seu tamanho e com o valor das

suas ações (Fang e Peress, 2009) e, no caso da imprensa, a probabilidade é também maior para as organizações grandes e que têm muitos colaboradores (Bushee *et al.*, 2010), como acontece com a amostra do presente estudo⁴¹.

Tabela 3. Proporção de dias em que as empresas são notícia

	Antes	Dia	Depois	[1] - [3]		Todos
	[1]	[2]	[3]			[4]
Proporção de Notícias em:						
<i>Eventos Positivos</i>	43,12%	71,56%	50,46%	-7,34%	-2,667 ***	50,33%
<i>Eventos Negativos</i>	38,99%	70,28%	54,56%	-15,57%	-5,634 ***	50,13%
Diferença de Proporções	4,13%	1,28%	-4,10%			0,20%
Teste à Diferença de Proporções	1,51 *	0,29	-1,48 *			0,11
Teste do Qui-Quadrado	2,27	0,08	2,17			0,01
N1	654	218	654	654	654	1526
N2	636	212	636	636	636	1484

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias posteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respectivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respectivamente. (iii) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. (iv) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

No entanto, relativamente ao período anterior (coluna «Antes» da Tabela 3) e ulterior ao evento (coluna «Depois» da Tabela 3), rejeita-se a hipótese nula de identidade de proporções com 10% de nível de significância, considerando um teste unilateral. No período que antecede o evento, os eventos positivos registam proporcionalmente mais notícias do que os negativos; contrariamente, no período que se segue ao evento, assiste-se a uma cobertura noticiosa proporcionalmente superior para os eventos negativos. Apesar de o teste de independência do *Qui-quadrado* em ambos os subperíodos não apresentar resultados que apontem para existência de dependência entre o movimento abrupto dos preços e ser (ou não) notícia, importa salientar que no período anterior apresenta um *P-value* de 13% e no período ulterior apresenta um *P-value* de 14%.

Se compararmos a cobertura noticiosa antes e depois do evento (vide coluna «[1] - [3]» da Tabela 3), verifica-se que existe uma diferença proporcional acentuada, tanto nos eventos positivos, como nos eventos negativos. Com efeito, depois do evento são

⁴¹ As empresas que constituem a amostra da presente investigação, indicadas no ponto I da secção *Anexos*, são empresas de grande dimensão.

publicadas mais notícias do que antes, visto que após a ocorrência da rentabilidade anormal é natural que seja alvo de cobertura por parte dos meios de comunicação social.

Desta forma, constatamos que, na generalidade, não há diferenças de proporção da cobertura noticiosa entre os eventos positivos e os eventos negativos nem existe dependência entre o tipo de evento e ser notícia. Contudo, há evidência de que existe uma maior cobertura noticiosa antes dos eventos quando estes são positivos, e uma maior cobertura noticiosa após o evento quando estes são negativos. Por fim, conclui-se que são publicadas mais notícias depois dos eventos do que antes.

II Grupo de questões

- *A proporção de vezes que as empresas são notícia de primeira página (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos?*
- *Existe independência entre ser notícia de primeira página (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?*

Considerando a globalidade da janela temporal, no que respeita ao destaque da peça noticiosa na primeira página dos jornais, há evidência de que não se registam diferenças de proporção entre eventos positivos e eventos negativos, bem como a opção da chamada à primeira página é independente do tipo de evento, seja se considerarmos a totalidade da amostra seja se considerarmos apenas os dias em que há registo de cobertura noticiosa (vide coluna «Todos» da Tabela 4).

Quando se analisa apenas o dia do evento (vide coluna «Dia» da Tabela 4), apesar de haver proporcionalmente mais chamadas à primeira página na situação de eventos negativos, esta diferença só se torna estatisticamente significativa (para um nível de significância de 10%), quando se contemplam somente os dias em que há registo de peça noticiosa (Painel II). Ainda neste painel, apesar do teste de independência do *Qui-quadrado* não permitir estabelecer uma associação entre o tipo de evento e ser notícia de primeira página, o *P-value* é de 16,9%.

Em relação ao período que precede o evento (vide coluna «Antes» da Tabela 4) há proporcionalmente mais chamadas à primeira página na situação dos eventos positivos quando se observa a totalidade da amostra (Painel I) e esta diferença é relevante para um nível de significância de 10%. Para a amostra restringida (Painel II) as diferenças de

proporção não são significativas. Todavia, embora os resultados do teste de independência do *Qui-quadrado* indiquem que a publicação de notícias na primeira página antes do evento é independente do tipo de evento, para a totalidade da amostra apresentam um *P-value* de 13% (Painel I).

Tabela 4. Proporção de dias em que as empresas são notícia de primeira página

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]	
Painel I – Notícia de 1.ª Página (total de dias da amostra)							
Proporção de Notícias na 1.ª Página em:							
	Eventos Positivos	14,07%	23,39%	18,04%	-3,97%	-1,96 **	17,10%
	Eventos Negativos	11,32%	28,30%	17,45%	-6,13%	-3,13 ***	16,37%
Diferença de Proporções		2,75%	-4,91%	0,59%			0,73%
Teste à Diferença de Proporções		1,49 *	-1,16	0,28			0,54
Teste do Qui-Quadrado		2,19	1,35	0,08			0,29
N1		654	218	654	654	654	1526
N2		636	212	636	636	636	1484
Painel III – Notícia de 1.ª Página (total de dias em que há cobertura noticiosa)							
Proporção de Notícias na 1.ª Página, havendo cobertura noticiosa, em:							
	Eventos Positivos	32,62%	32,69%	35,76%	-3,13%	-0,82	33,98%
	Eventos Negativos	29,03%	40,27%	31,99%	-2,96%	-0,77	32,66%
Diferença de Proporções		3,59%	-7,58%	3,77%			1,32%
Teste à Diferença de Proporções		0,90	-1,38 *	1,04			0,55
Teste do Qui-Quadrado		0,80	1,89	1,07			0,30
N1*		282	156	330	282	330	768
N2*		248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias posteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respetivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 (Painel I) representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iii) N1* e N2* (Painel II) representam o número de dias observados com registo de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

No período ulterior ao evento (vide coluna «Depois» da Tabela 4), não se rejeita a hipótese de as proporções serem idênticas, visto que não foi encontrada evidência estatística que permita refutar esta formulação. Novamente, os resultados do teste de independência do *Qui-quadrado* indicam que o destaque na primeira página é independente do tipo de evento.

Comparando a chamada à primeira página antes e depois do evento (vide coluna «[1] - [3]» da Tabela 4), verifica-se que é proporcionalmente mais preponderante após o evento, quando se consideram todos os dias da amostra (Painel I), para os eventos positivos e para os eventos negativos (com um nível de significância de 5% e 1%,

respetivamente). Este facto, em linha com o referido sobre a coluna «[1] - [3]» da Tabela 3, reitera a ideia de que os meios de comunicação social dão mais destaque aos eventos após estes se concretizarem, do que são capazes de conceder à sua antecipação.

Desta forma, em relação ao segundo grupo de questões formulado, na generalidade a proporção de vezes que as empresas são notícia de primeira página é idêntica para eventos positivos e para eventos negativos e esta opção editorial não depende do tipo de evento. De igual forma, em ambos os tipos de evento, regista-se um destaque superior na primeira página depois da ocorrência do evento.

III Grupo de questões

- Havendo cobertura noticiosa, a proporção de vezes que as empresas divulgam ou divulgaram factos relevantes (antes, no dia ou depois do evento), é idêntica para eventos positivos e negativos?

- Havendo cobertura noticiosa, existe independência entre divulgar um facto relevante (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?

As colunas «Antes», «Dia» e «Depois» da Tabela 5 permitem ver que não há diferenças estatisticamente significativas entre os eventos negativos e positivos no que respeita à divulgação de factos relevantes «antes», no «dia» ou «depois» de se registarem as rentabilidades anormais. Esta situação reflete-se, igualmente, quando se atende à reunião de todos os subperíodos (vide coluna «Todos» da Tabela 5).

Também, o teste de independência do *Qui-quadrado* indica que existe independência entre a divulgação de facto relevante e o tipo de evento para todos os quadros temporais em análise (vide colunas «Antes», «Dia», «Depois» e «Todos» da Tabela 5).

Tabela 5. Proporção de dias em que as empresas divulgam factos relevantes

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]
Proporção de divulgação de Facto Relevante , havendo cobertura noticiosa, em:						
<i>Eventos Positivos</i>	15,96%	16,67%	10,61%	5,35%	1,94 **	13,80%
<i>Eventos Negativos</i>	17,34%	20,81%	12,97%	4,37%	1,45 *	15,99%
Diferença de Proporções	-1,38%	-4,14%	-2,36%			-2,19%
Teste à Diferença de Proporções	-0,43	-0,93	-0,95			-1,20
Teste do Qui-Quadrado	0,18	0,86	0,91			1,43
N1*	282	156	330	282	330	768
N2*	248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias ulteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respetivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1* e N2* representam o número de dias observados com registo de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

Porém, no que respeita à comparação de divulgação de factos relevantes antes e depois (vide coluna «[1] - [3]» da Tabela 5), evidencia-se a superioridade de comunicados emitidos antes da ocorrência do evento, tanto para os eventos positivos, como para os negativos, sendo esta diferença estatisticamente significativa para um nível de significância de 5% e de 10%, respetivamente. Significa isto que as empresas enviam mais informação ao mercado através da CMVM por antecipação, do que são “obrigadas” a divulgar após a ocorrência de rentabilidades anormais.

IV Grupo de questões

- A proporção de vezes que as empresas publicam anúncios publicitários (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos?
- Existe independência entre publicar um anúncio publicitário (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?

Relativamente à variável *Publicidade*, verifica-se que para um nível de significância de 1% não é idêntica a proporção de anúncios publicitários publicados em eventos positivos e negativos, nem existe independência entre o tipo de evento e a publicação de anúncios publicitários, não sendo, pois, possível responder afirmativamente às perguntas elaboradas neste quarto grupo (vide coluna «Todos» da Tabela 6).

Tabela 6. Proporção de dias em que as empresas publicam anúncios publicitários

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]
Painel I – Anúncios Publicitários (total de dias da amostra)						
Proporção de Dias com Anúncios Publicitários em:						
Eventos Positivos	14,53%	22,02%	12,39%	2,14%	1,13	14,68%
Eventos Negativos	14,94%	26,42%	18,71%	-3,77%	-1,80 **	18,19%
Diferença de Proporções	-0,41%	-4,40%	-6,32%			-3,51%
Teste à Diferença de Proporções	-0,21	-1,07	-3,14 ***			-2,60 ***
Teste do Qui-Quadrado	0,04	1,13	9,85 ***			6,78 ***
N1	654	218	654	654	654	1526
N2	636	212	636	636	636	1484
Painel II – Anúncios Publicitários (total de dias em que há cobertura noticiosa)						
Proporção de Anúncios Publicitários , havendo cobertura noticiosa, em:						
Eventos Positivos	33,69%	30,77%	24,55%	9,14%	2,49 ***	29,17%
Eventos Negativos	38,31%	37,58%	34,29%	4,01%	1,00	36,29%
Diferença de Proporções	-4,62%	-6,81%	-9,75%			-7,12%
Teste à Diferença de Proporções	-1,11	-1,26	-2,80 ***			-2,96 ***
Teste do Qui-Quadrado	1,22	1,57	7,72 ***			8,72 ***
N1*	282	156	330	282	330	768
N2*	248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias posteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respectivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 (Painel I) representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respectivamente. (iii) N1* e N2* (Painel II) representam o número de dias observados com registro de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respectivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

Em todos os subperíodos da janela temporal considerada (vide colunas «Antes», «Dia» e «Depois» da Tabela 6), a proporção de peças publicitárias das empresas é superior para os eventos negativos; contudo, apenas no período ulterior é que esta diferença se torna estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1% (vide coluna «Depois»), o que significa que se publicam mais anúncios nos jornais após se registarem quedas muito acentuadas das cotações⁴². Também, com a execução do teste de independência do *Qui-quadrado*, neste subperíodo há evidência de que a publicidade não é independente do tipo de evento para igual nível de significância. Embora não tenhamos conhecimento dos trâmites dos contratos publicitários estabelecidos entre as empresas e os jornais em análise, esta coluna evidencia que as diferenças entre os tipos de eventos são acentuadas.

⁴² Note-se que desconhecemos o dia em que foi decidido publicar o anúncio, pelo que não podemos afirmar que a peça publicitária é uma reação à queda da cotação.

Se compararmos a atuação das empresas no período que antecede e procede o evento (vide coluna «[1] - [3]» da Tabela 6), os resultados demonstram que são publicados mais anúncios publicitários das empresas por antecipação nos eventos positivos (ainda que esta superioridade só seja estatisticamente significativa, para um nível de significância de 1%, quando se considera a amostra restringida (Painel II)), pressupondo assim que possam ter um conhecimento antecipado da ocorrência do evento, e são publicados mais anúncios após o evento nas situações de eventos negativos (embora, neste caso, esta superioridade só seja estatisticamente significativa, para um nível de significância de 5%, quando se considera a amostra total (Painel I)).

Em suma, através da análise da Tabela 6 verificamos que as empresas parecem atuar perante a queda abrupta das suas cotações, visto que são publicados mais anúncios após a ocorrência de eventos negativos, e perante a subida acentuada das cotações, visto que há registo de que são publicados mais anúncios publicitários antes da ocorrência de eventos positivos. Desta forma, entendendo a publicidade como um meio controlável pela empresa para, entre outros objetivos, criar notoriedade (Simon e Dejica-Cartis, 2015; Liao *et al.*, 2016), estes resultados parecem indiciar que a publicidade se constitui numa ferramenta utilizada pelas empresas em estudo para transmitir determinadas mensagens aos leitores.

V Grupo de questões

- *A proporção de vezes que as empresas são fonte de notícia (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos?*
- *Existe independência entre a empresa ser fonte de notícia (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?*

A Tabela 7 evidencia que, considerando a totalidade da janela de análise definida, não existe diferença entre a proporção de vezes que as empresas são uma fonte das notícias para os eventos positivos e para os eventos negativos. Também com a execução do teste de independência do *Qui-quadrado* não se rejeita a hipótese de que ambas as variáveis sejam independentes (vide coluna «Todos»).

Tabela 7. Proporção de dias em que as empresas são fonte de notícia

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]	
Painel I – Empresa como Fonte de Notícia (total de dias da amostra)							
Proporção de Dias com Empresa como Fonte de Notícia em:							
	Eventos Positivos	14,53%	25,23%	13,46%	1,07%	0,56	15,60%
	Eventos Negativos	11,16%	23,11%	18,24%	-7,08%	-3,58 ***	15,90%
Diferença de Proporções		3,37%	2,12%	-4,78%			-0,30%
Teste à Diferença de Proporções		1,81 **	0,51	-2,35 ***			-0,23
Teste do Qui-Quadrado		3,25 *	0,26	5,54 **			0,05
N1		654	218	654	654	654	1526
N2		636	212	636	636	636	1484
Painel II – Empresa como Fonte de Notícia (total de dias em que há cobertura noticiosa)							
Proporção de Empresa como Fonte de Notícia , havendo cobertura noticiosa, em:							
	Eventos Positivos	33,69%	35,26%	26,67%	7,02%	1,89 **	30,99%
	Eventos Negativos	28,63%	32,89%	33,43%	-4,80%	-1,25	31,72%
Diferença de Proporções		5,06%	2,37%	-6,76%			-0,73%
Teste à Diferença de Proporções		1,26	0,44	-1,93 **			-0,31
Teste do Qui-Quadrado		1,57	0,19	3,67 *			0,09
N1*		282	156	330	282	330	768
N2*		248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias posteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respectivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 (Painel I) representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respectivamente. (iii) N1* e N2* (Painel II) representam o número de dias observados com registro de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respectivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

Todavia, no período anterior ao evento (vide coluna «Antes», Painel I, da Tabela 7), constata-se que as empresas são proporcionalmente mais citadas como fonte para os eventos positivos do que para os negativos. Esta situação pode, assim, indicar que as empresas procuram capitalizar o impacto positivo da situação favorável de que gozam através da preparação prévia de informação para divulgar junto dos meios de comunicação social. No entanto, importa, igualmente, referir que, quando se restringe a amostra, os resultados deixam de ser estatisticamente significativos (Painel II).

Quanto ao período ulterior (vide coluna «Depois» da Tabela 7), verifica-se que a proporção de vezes que as empresas se constituem em fonte da notícia é superior e estatisticamente significativa para os eventos negativos, seja para todos os dias de análise, seja para os dias em que há cobertura noticiosa (Painel I e Painel II, respectivamente). Novamente parece existir evidência de que as empresas atuam perante a ocorrência de uma situação anormal, neste caso um evento negativo, e seja quer de

forma proativa (por exemplo, preparação de informação para envio aos meios de comunicação) quer de forma reativa (por exemplo, prestação de esclarecimentos por iniciativa de contacto dos jornalistas), estão dispostas a cooperar e a fornecer informações que vão estar refletidas na cobertura noticiosa.

Com a execução do teste de independência do *Qui-quadrado*, reiteram-se estas observações, ou seja, antes do evento há evidência de que a fonte empresa depende do tipo de evento (vide coluna «Antes», Painel I, da Tabela 7) e depois do evento também (vide coluna «Depois», da Tabela 7).

Aquando da comparação entre os períodos antes e depois e considerando a totalidade da amostra (vide coluna «[1] - [3]», Painel I, da Tabela 7), há igualmente evidência de que, nas situações de eventos negativos as empresas constituem-se com mais relevância em fonte de informação no período ulterior ao evento (as diferenças assumem um nível de significância de 1%). Considerando a amostra relativa à cobertura noticiosa (Painel II), nas situações de eventos positivos as empresas constituem-se com mais relevância em fonte de informação no período anterior ao evento (as diferenças assumem um nível de significância de 5%). Novamente, estes resultados parecem indicar que as empresas promovem o envio de informação aos *media*, pois, em termos de quantidade de notícias publicadas com a empresa como uma das fontes da notícia, os valores são favoráveis para a empresa – existem mais notícias antes do evento com fonte empresa quando o evento é positivo e existem mais notícias depois do evento com fonte empresa quando o evento é negativo.

Por outro lado, no dia do evento (vide coluna «Dia» da Tabela 7) a proporção de vezes que as empresas são fonte das notícias não assume diferenças entre eventos positivos e negativos e também o teste de independência do *Qui-quadrado* indica que esta fonte de informação não depende do tipo de evento.

Em suma, antes e depois da ocorrência do evento, as empresas parecem gerir a informação para a divulgar em benefício próprio, pelo que, em linha com o indicado anteriormente, as empresas parecem promover a gestão ativa dos *media* (Ahern e Sosyura, 2014).

VI Grupo de questões

- *A proporção de vezes que os responsáveis das empresas⁴³ dão entrevistas (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos?*
- *Existe independência entre os responsáveis das empresas⁴⁴ darem entrevistas (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?*

Através da análise da Tabela 8 verificamos que não se registam diferenças de proporção significativas ao nível da publicação de entrevistas em cada um dos constituintes da janela temporal perante os dois tipos de eventos (vide colunas «Antes», «Dia» e «Depois»), nem considerando a globalidade da janela temporal definida (vide coluna «Todos»). Resultados similares são obtidos com a concretização do teste de independência do *Qui-quadrado*, o que evidencia que a decisão de a empresa dar entrevista não depende do tipo de evento.

Confrontando os resultados entre antes e depois da ocorrência do evento (vide coluna «[1] - [3]» da Tabela 8) tecem-se iguais considerações, ou seja, proporcionalmente não se registam diferenças entre ambos os subperíodos tanto nas situações de subida acentuada das cotações como nas de descida.

Desta forma, as respostas às questões colocadas neste grupo são afirmativas, visto que a proporção de publicação de entrevistas das empresas é idêntica para eventos positivos e negativos e a opção pela concretização deste tipo de trabalho jornalístico não depende do tipo de evento. Relativamente a este grupo de questões não foi, assim, encontrada evidência para o facto de os CEO das empresas recorrerem às entrevistas como um dos meios que lhes permita maximizar a disseminação de boas notícias e para limitar a divulgação de más notícias (deHaan *et al.*, 2015).

⁴³ Como responsáveis de empresas, entende-se a gestão de topo, ou seja, CEO e/ ou elementos da administração (executivos e não executivos).

⁴⁴ Aplica-se aqui o referido na nota de rodapé anterior.

Tabela 8. Proporção de dias em que são publicadas entrevistas

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]	
Painel I – Entrevista (total de dias da amostra)							
Proporção de Dias com Entrevista em:							
	Eventos Positivos	0,92%	1,38%	1,53%	-0,61%	-1,01	1,25%
	Eventos Negativos	1,57%	1,89%	1,89%	-0,31%	-0,43	1,75%
Diferença de Proporções		-0,65%	-0,51%	-0,36%			-0,51%
Teste à Diferença de Proporções		-1,06	-0,42	-0,50			-1,14
Teste do Qui-Quadrado		1,13	0,18	0,25			1,31
N1		654	218	654	654	654	1526
N2		636	212	636	636	636	1484
Painel II – Entrevista (total de dias em que há cobertura noticiosa)							
Proporção de Entrevista , havendo cobertura noticiosa, em:							
	Eventos Positivos	2,13%	1,92%	3,03%	-0,90%	-0,71	2,47%
	Eventos Negativos	4,03%	2,68%	3,46%	0,57%	0,36	3,49%
Diferença de Proporções		-1,90%	-0,76%	-0,43%			-1,02%
Teste à Diferença de Proporções		-1,26	-0,44	-0,31			-1,17
Teste do Qui-Quadrado		1,63	0,20	0,10			1,36
N1*		282	156	330	282	330	768
N2*		248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias posteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respectivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 (Painel I) representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respectivamente. (iii) N1* e N2* (Painel II) representam o número de dias observados com registro de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respectivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

VII Grupo de questões

- A proporção de vezes que os trabalhos jornalísticos têm dimensão longa (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos?

- Existe independência entre trabalhos jornalísticos com dimensão longa (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?

As peças noticiosas classificadas com "dimensão longa" ocupam uma área superior a metade de uma página do jornal, significando, assim, que são trabalhos jornalísticos com destaque e que possuem grande desenvolvimento⁴⁵. Através da análise da Tabela 9 verifica-se que mais de 40% das peças jornalísticas (sejam de eventos positivos sejam de negativos) possuem dimensão longa, o que denota que as empresas, vivenciando uma

⁴⁵ No estudo realizado, 64,7% das peças jornalísticas com dimensão longa, cumulativamente, possuem algum tipo de ilustração (gráfico, imagem e/ ou fotografia) e reúnem pelo menos duas fontes de informação.

subida ou uma descida abrupta das cotações, são alvo de trabalhos jornalísticos mais extensos (vide colunas «Antes», «Dia», «Depois» e «Todos», Painel II, da Tabela 9).

Em termos proporcionais, verifica-se que as situações de subida acentuada das cotações são alvo de uma cobertura jornalística mais ampla em termos de espaço, mas esta diferença só assume significância estatística para toda a amostra quando se analisa a globalidade da janela do evento (vide coluna «Todos» da Tabela 9). Por sua vez, os resultados do teste de independência do *Qui-quadrado* não são estatisticamente significativos, não sendo assim possível afirmar que há uma relação de dependência entre a dimensão longa e o tipo de evento (embora apresentem um *P-value* de 19%).

Tabela 9. Proporção de dias em que são publicados artigos com dimensão longa

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]	
Painel I – Artigos com Dimensão Longa (total de dias da amostra)							
Proporção de Dias com Dimensão Longa em:							
	Eventos Positivos	18,96%	35,78%	25,69%	-6,73%	-2,93 ***	24,25%
	Eventos Negativos	15,72%	31,60%	25,63%	-9,91%	-4,39 ***	22,24%
Diferença de Proporções		3,24%	4,18%	0,06%			2,01%
Teste à Diferença de Proporções		1,54 *	0,92	0,02			1,31 *
Teste do Qui-Quadrado		2,35	0,84	0,00			1,70
N1		654	218	654	654	654	1526
N2		636	212	636	636	636	1484
Painel II – Artigos com Dimensão Longa (total de dias em que há cobertura noticiosa)							
Proporção de Dimensão Longa , havendo cobertura noticiosa, em:							
	Eventos Positivos	43,97%	50,00%	50,91%	-6,94%	-1,72 **	48,18%
	Eventos Negativos	40,32%	44,97%	46,97%	-6,65%	-1,62 *	44,35%
Diferença de Proporções		3,65%	5,03%	3,94%			3,82%
Teste à Diferença de Proporções		0,85	0,88	1,02			1,49 *
Teste do Qui-Quadrado		0,72	0,77	1,05			2,22
N1*		282	156	330	282	330	768
N2*		248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias posteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respetivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 (Painel I) representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iii) N1* e N2* (Painel II) representam o número de dias observados com registo de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

Através da comparação entre o período anterior e ulterior ao evento (vide coluna «[1] - [3]» da Tabela 9) há evidência de que os jornais em análise dedicam mais espaço à cobertura noticiosa após a ocorrência do evento. De facto, considerando toda a amostra e para ambos os tipos de evento, os trabalhos de dimensão longa publicados

depois do evento são mais frequentes do que os publicados antes. Esta situação está em linha com o constatado em relação às variáveis *Notícia* e *Notícia de primeira página* (Tabelas 3 e 4, respetivamente).

Em suma, nas situações em que se registam eventos (sejam positivos sejam negativos) os jornais dedicam muito espaço à cobertura noticiosa. Apesar de a proporção entre ambos os tipos de evento não ser idêntica, pois verifica-se que proporcionalmente os eventos positivos são alvo de uma cobertura noticiosa mais extensa, não existe evidência de que o tipo de evento esteja associado à dimensão longa da peça jornalística.

VIII Grupo de questões

- *A proporção de vezes que os trabalhos jornalísticos têm um conteúdo concordante com o tipo de evento (antes, no dia ou depois do evento) é idêntica para eventos positivos e negativos?*

- *Existe independência entre o tipo de conteúdo (antes, no dia ou depois do evento) e o tipo de evento (positivo e negativo)?*

Como foi indicado anteriormente, para a prossecução da presente investigação, no que à resposta a estas questões diz respeito, foram criadas duas variáveis independentes: *Conteúdo Positivo* e *Conteúdo Negativo*⁴⁶.

Relativamente à classificação de uma peça jornalística como *Conteúdo Positivo* significa que o assunto da mensagem publicada se inscreve numa das seguintes subcategorias – (i) *Resultados positivos e suas componentes* (inclui as peças jornalísticas que tratam temáticas que adicionam valor à empresa, como o aumento de lucros, o aumento de faturação, a descida de custos, a descida de juros, a conquista de novos clientes e a penetração em novos mercados); (ii) *Novos investimentos* (inclui as peças jornalísticas que se relacionam com o investimento e/ ou com a expansão da empresa, salientando-se as situações de fusão, quando a empresa é o comprador, a criação de emprego, a participação e/ou o ganho de concursos, a exportação da atividade e a melhoria da estrutura de financiamento, salientando-se a diminuição da dívida e a não necessidade de realizar aumentos de capital); (iii) *Dividendos* (inclui as

⁴⁶ O detalhe de cada variável está disponível no ponto III da secção *Anexos*.

peças jornalísticas que tratam das temáticas relacionadas com o anúncio e com a distribuição de dividendos).

Quanto à variável *Conteúdo Negativo*, contempla as situações contrárias às anteriormente enunciadas, dividindo-se também em três subcategorias – (i) *Resultados negativos e suas componentes* (inclui as peças jornalísticas que cobrem as situações de prejuízos das empresas, de aumento de custos, de aumento de juros e de perda de clientes e/ ou de mercados); (ii) *Dívidas* (inclui os trabalhos jornalísticos que versam sobre temas relacionados com situações desfavoráveis para a empresa, como, por exemplo, a fusão, quando a empresa é adquirida, o desemprego, a perda de património e de concursos e a alteração da estrutura de financiamento, salientando-se o aumento da dívida e a necessidade de realizar aumentos de capital); (iii) *Não distribuição de dividendos* (inclui as peças jornalísticas que tratam da não distribuição de dividendos por parte das empresas).

Através da análise da Tabela 10, verificamos que, como esperado, o conteúdo positivo é mais preponderante para as situações de eventos positivos do que para as de eventos negativos e de que existe dependência entre o tipo de evento e o conteúdo de índole positiva, assumindo estas diferenças um nível de significância de 1% (vide coluna «Todos»). Analisando os subperíodos (vide colunas «Antes»; «Dia» e «Depois»), mantém-se a existência de significância estatística para ambos os testes. Esta situação pode, assim, sugerir que a empresa tenta capitalizar o facto positivo em todo o período analisado.

Quando se compara o período «Antes» com o período «Depois» (vide coluna «[1] - [3]», Painel I, da Tabela 10), verifica-se que, após a ocorrência do evento, são publicadas mais notícias com conteúdo positivo quer se esteja perante um evento positivo quer negativo. Pode isto novamente significar que, para os eventos positivos, as empresas procuram capitalizar o momento bom que vivem (através da preparação e do envio de informação, por exemplo) e, por isso, são publicados mais trabalhos com conteúdo positivo e que, para os eventos negativos, as empresas procuram minimizar a situação desfavorável que estão a vivenciar, comunicando, por exemplo, aos meios de comunicação social informação que lhes permita reverter ou não prejudicar tanto e que se reflete, assim, em mais peças jornalísticas também com conteúdo positivo.

Tabela 10. Proporção de dias em que são publicados artigos com conteúdo positivo

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]
Painel I – Artigos com Conteúdo Positivo (total de dias da amostra)						
Proporção de Dias com Conteúdo Positivo em:						
Eventos Positivos	32,57%	56,88%	43,27%	-10,70%	-4,01 ***	40,63%
Eventos Negativos	26,57%	42,92%	31,76%	-5,19%	-2,04 **	31,13%
Diferença de Proporções	6,00%	13,96%	11,51%			9,50%
Teste à Diferença de Proporções	2,37 ***	2,92 ***	4,3 ***			5,46 ***
Teste do Qui-Quadrado	5,56 **	8,37 ***	18,21 ***			29,47 ***
N1	654	218	654	654	654	1526
N2	636	212	636	636	636	1484
Painel II – Artigos com Conteúdo Positivo (total de dias em que há cobertura noticiosa)						
Proporção de Conteúdo Positivo , havendo cobertura noticiosa, em:						
Eventos Positivos	75,53%	79,49%	85,76%	-10,23%	-3,19 ***	80,73%
Eventos Negativos	68,15%	61,07%	58,21%	9,93%	2,50 ***	62,10%
Diferença de Proporções	7,39%	18,41%	27,54%			18,63%
Teste à Diferença de Proporções	1,89 **	3,58 ***	8,42 ***			8,18 ***
Teste do Qui-Quadrado	3,58 *	12,42 ***	63,16 ***			64,47 ***
N1*	282	156	330	282	330	768
N2*	248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias posteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respetivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 (Painel I) representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iii) N1* e N2* (Painel II) representam o número de dias observados com registo de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

No entanto, se restringirmos a amostra (vide coluna «[1] - [3]», Painel II, da Tabela 10), para a ocorrência de eventos negativos, verifica-se que são mais preponderantes as notícias com conteúdo positivo antes da ocorrência do evento, o que parece evidenciar que as empresas, novamente, promovem uma gestão ativa dos *media* (Ahern e Sosyura, 2014).

Esta evidência está, assim, em linha com o indicado anteriormente, pois, entre várias categorias que as empresas procuram gerir antes de divulgarem informação aos *media*, destaca-se o conteúdo das mensagens (Gibbins *et al.*, 1990).

Através da análise da Tabela 11, considerando a totalidade do período em análise (vide coluna «Todos»), verificamos que com as notícias de conteúdo negativo o contrário se passa, pois a proporção de peças jornalísticas com conteúdo negativo é superior para os eventos negativos com um nível de significância de 1% e o teste de

independência do *Qui-quadrado* indica que não existe independência entre o conteúdo negativo e o tipo de evento para igual nível de significância.

Contudo, surpreendentemente, a Tabela 11 evidencia também que antes do evento (vide coluna «Antes»), considerando a totalidade da amostra (Painel I), a proporção de dias com cobertura noticiosa de índole negativa é superior para os eventos positivos e esta diferença é relevante para um nível de significância de 1%. Ora, este resultado pode evidenciar que as empresas tentam agir de forma deliberada para minimizar o impacto negativo da descida abrupta da cotação que vão enfrentar, tentando por antecipação fazer com que os jornais não publiquem peças jornalísticas que lhes sejam desfavoráveis. Relativamente ao teste de independência do *Qui-quadrado*, neste subperíodo, não se regista dependência entre o tipo de evento e o conteúdo negativo, possibilitando assim concluir que o tipo de evento não condiciona o tipo de conteúdo. Se a amostra se restringir somente aos dias em que há cobertura noticiosa, também não se registam diferenças estatisticamente significativas (vide coluna «Antes», Painel II, da Tabela 11). Novamente, estes resultados podem indiciar que as empresas tentam, antes da ocorrência do evento, minimizar o impacto da descida acentuada de preços de que vão ser alvo, evitando que sejam publicadas peças jornalísticas com conteúdo pejorativo.

Quanto ao dia do evento e ao período ulterior (vide colunas «Dia» e «Depois», da Tabela 11) existem diferenças proporcionais que assumem significância estatística. Os trabalhos jornalísticos com conteúdo negativo são mais preponderantes para os eventos negativos e também o teste de independência do *Qui-quadrado* evidencia que a hipótese nula de o conteúdo, neste caso negativo, ser independente do tipo de evento não pode ser confirmada. Assim, ainda que as empresas tentem debelar o facto negativo que estão a vivenciar, o conteúdo dos trabalhos jornalísticos publicados nestes subperíodos acompanha o tipo de evento.

Tabela 11. Proporção de dias em que são publicados artigos com conteúdo negativo

	Antes [1]	Dia [2]	Depois [3]	[1] - [3]		Todos [4]
Painel I – Artigos com Conteúdo Negativo (total de dias da amostra)						
Proporção de Dias com Conteúdo Negativo em:						
Eventos Positivos	18,04%	26,15%	12,54%	5,50%	2,77 ***	16,84%
Eventos Negativos	16,51%	37,26%	31,29%	-14,78%	-6,28 ***	25,81%
Diferença de Proporções	1,53%	-11,12%	-18,75%			-8,97%
Teste à Diferença de Proporções	0,73 ***	-2,49 ***	-8,34 ***			-6,03 ***
Teste do Qui-Quadrado	0,53	6,14 **	66,54 ***			36,14 ***
N1	654	218	654	654	654	1526
N2	636	212	636	636	636	1484
Painel II – Artigos com Conteúdo Negativo (total de dias em que há cobertura noticiosa)						
Proporção de Conteúdo Negativo , havendo cobertura noticiosa, em:						
Eventos Positivos	41,84%	36,54%	24,85%	17,00%	4,50 ***	33,46%
Eventos Negativos	42,34%	53,02%	57,35%	-15,01%	-3,65 ***	51,48%
Diferença de Proporções	-0,49%	-16,48%	-32,50%			-18,01%
Teste à Diferença de Proporções	-0,12	-2,93 ***	-9,12 ***			-7,2 ***
Teste do Qui-Quadrado	0,01	8,38 ***	73,59 ***			50,24 ***
N1*	282	156	330	282	330	768
N2*	248	149	347	248	347	744

Observações: (i) Na coluna [1] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias anteriores ao evento (dia -3; dia -2 e dia -1); na coluna [2] são evidenciados os resultados obtidos no dia do evento (dia 0); na coluna [3] são evidenciados os resultados obtidos nos três dias ulteriores ao evento (dia +1; dia +2 e dia +3); na coluna [1] - [3] são evidenciados os resultados obtidos da diferença entre as colunas [1] e [3], ou seja, antes e depois, respetivamente; na coluna [4] são evidenciados os resultados obtidos em toda a janela do evento (do dia -3 ao dia +3). (ii) N1 e N2 (Painel I) representam o número de dias observados para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iii) N1* e N2* (Painel II) representam o número de dias observados com registo de peça jornalística para os eventos positivos e para os eventos negativos, respetivamente. (iv) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente. (v) Os testes estatísticos reportados são unilaterais.

Comparando o período anterior com o ulterior (vide coluna «[1] - [3]» da Tabela 11) salienta-se, que são publicadas mais peças jornalísticas após a ocorrência de eventos negativos do que antes e estas diferenças são estaticamente significativas para 1% de nível de significância.

Em suma, na generalidade o conteúdo das notícias é conforme o tipo de evento e existe dependência entre estas variáveis (vide coluna «Todos» das Tabelas 10 e 11), ou seja, o tipo de conteúdo toma a direção do tipo de evento.

No entanto, o período que antecede o evento parece evidenciar que, por um lado, as empresas tentam capitalizar as situações positivas que vão viver e, por outro lado, debelar as situações negativas que vão enfrentar (vide coluna «Antes» das Tabelas 10 e 11, respetivamente).

3.2.2. Análise de Regressões

Neste ponto, tal como foi indicado, vamos recorrer a um *modelo probit* para se perceber se existe relação entre a variável dependente binária (por exemplo, se houve notícia ou não houve notícia numa certa circunstância) e outras variáveis associadas a cada evento (variáveis independentes).

O modelo de regressão, dado que contém múltiplos regressores, representa-se através da seguinte equação (Stock e Watson, 2012):

$$P(Y = 1 | X_1, X_2, \dots, X_k) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_k X_k) \quad (3.5)$$

Onde:

- Y é a variável dependente binária;
- Φ é a função de distribuição acumulada normal padrão;
- X_i com $i = 1, \dots, k$ representa os regressores (variáveis independentes);
- β_i é o coeficiente de regressão.

Como também foi referido, inicialmente as regressões *probit* foram estimadas com o auxílio do programa *EViews*. Todavia, dado que o *EViews* não inclui qualquer rotina que permita testar eventual heterocedasticidade, recorreremos ao método de *Davidson e MacKinnon* (1993, secção 15.4) para fazer esse teste. Na aplicação deste método seguiu-se o procedimento descrito no «*help*» do *EViews*, de oito passos.

Não sendo possível aceitar a hipótese de homocedasticidade com um nível de significância de 1% (embora em várias situações fosse possível aceitar essa hipótese com um nível de significância de 10%), e não dispondo o *EViews* de procedimento que permita corrigir problemas de heterocedasticidade⁴⁷, optou-se por estimar um *heterocedastic probit model*, com erros robustos, usando o programa *Stata*. As estimativas das regressões reportadas no corpo principal desta tese são, pois, robustas quanto à heterocedasticidade e foram, pois, obtidas com o auxílio do *Stata 11.0*.

⁴⁷ Note-se que o *EViews* permite estimar modelos binários com erros robustos *Huber/White*. Todavia, como se reconhece no «*User Guide*» do *EViews* (versão 9.0), esses erros padrão não são robustos quanto à heterocedasticidade em modelos com variável dependente binária.

Os *outputs* das regressões de seguida apresentados estão organizados em dois vetores de análise – *Antes da ocorrência do evento* e *Depois da ocorrência do evento*.

Porém, antes de procedermos à análise das regressões, vamos descrever as variáveis que as compõem, que se dividem em *variáveis independentes* (de controlo e específicas) e *variáveis dependentes* (Tabela 12).

Variáveis independentes

Relativamente às variáveis independentes, importa referir o trabalho de Fang e Peress (2009) que, embora verse sobre um objeto de investigação diferente do nosso, serviu de inspiração à construção da presente análise. Comparando as ações de empresas com cobertura mediática daquelas que não são alvo de cobertura pelos *media*, os autores verificaram que determinadas características das empresas/ ações tinham efeito sobre a probabilidade de serem publicados mais trabalhos jornalísticos, destacando-se o *book-to-market*, a propriedade e a volatilidade.

Assim, para levar a cabo o presente trabalho, contemplaram-se vários indicadores focados na liquidez das ações e na base acionista da empresa⁴⁸ para que os efeitos que se pretendem identificar fossem controlados – LOGCB; TR; MTB; CR1; RET12M; VOL12M (Tabela 12, Painel I). Os indicadores relativos à liquidez das ações foram extraídos da base de dados *Datastream* e os relativos à estrutura acionista das empresas foram obtidos através da *CMVM*, nomeadamente nas informações sobre Participações Qualificadas e nos Relatórios de Governo.

Também no âmbito das variáveis independentes de controlo importa referir que se incluíram variáveis identificativas de cada empresa, de cada ano e de cada dia da semana – variáveis EMP; ANO; DSEM, respetivamente (Tabela 12, Painel I).

No que respeita às empresas, de modo a controlar os efeitos idiossincráticos de cada uma e atendendo à circunstância de estarmos na presença de dados com uma dimensão temporal e uma dimensão seccional, as variáveis permitem verificar que as empresas,

⁴⁸ Além destes indicadores, extraíram-se outros dados relativos à liquidez dos títulos – *Bid-ask Spread Médio*; *Indicador de Amihud*; *Spread Efetivo*; *Medida de Roll*; *Percentagem de Dias com Retorno Zero*; *Hui-Heubel Liquidity*; *Coeficiente de Eficiência de Mercado*. No entanto, estes indicadores não alteraram os resultados, pelo que não foram contemplados nas regressões reportadas. Pelo mesmo motivo, relativamente à estrutura acionista das empresas foram igualmente recolhidos os dados dos três e, em alguns casos, dos 5 maiores acionistas, mas na análise foi apenas contemplado o maior acionista (aquele para a qual dispúnhamos de informação para um maior período de tempo).

em particular, produzem ora efeitos positivos ora negativos sobre a produção noticiosa que são estatisticamente relevantes, o que, entre outras conclusões, evidencia que umas têm mais influência sobre a produção noticiosa do que outras. No entanto, em virtude de não se estar, nesta investigação, a enfatizar os aspetos específicos de cada empresa, não vamos explorar os resultados de forma individual, pelo que se utilizou o termo ‘*Sim*’ para identificar que esta variável foi incluída na análise.

Quanto aos vários anos, para controlar a dimensão temporal, introduziu-se uma variável identificativa de cada um dos anos da amostra. Novamente, dado não se estar, neste trabalho, a destacar os efeitos particulares de cada ano, não vamos explorar os resultados de forma individual. De igual modo, os resultados dos vários anos foram substituídos pela expressão ‘*Sim*’.

Em relação aos dias da semana, introduziram-se variáveis binárias para os identificar e, tal como nas situações anteriores, foi inserida a identificação ‘*Sim*’ para indicar que este efeito foi controlado na análise mas não vai ser alvo de interpretação.

Existe, ainda, um conjunto de variáveis independentes – variáveis específicas – que resultam do trabalho empírico realizado de análise aos jornais e são 11 no total – ENTREVISTAA; EVENTOP; NOTICIAA; NOTICIAACP; NOTICIAACN; NOTICIAADL; NOTICIAAFE; NOTICIAANFE; PPAGA; PUBA; SDI (Tabela 12, Painel II). São estas as variáveis que se constituem no foco da análise no sentido em que se procura detetar qual é o seu impacto sobre as diferentes variáveis dependentes.

Variáveis dependentes

Relativamente às variáveis dependentes, subdividem-se em variáveis simples (no sentido de se procurar aferir o efeito sobre uma só variável) e variáveis compostas (nesta caso pretende aferir-se o efeito sobre duas variáveis). No total foram consideradas 5 variáveis simples – EVENTOP; NOTICIAD; NOTICIADEFE; NOTICIADCP; PUBD; SDI – e duas variáveis compostas – EVENTOPSDI; EVENTONSDI (Tabela 12, Painel III).

Tabela 12. Descrição das variáveis das regressões

Variável	Descrição
Painel I - Variáveis independentes de controlo	
LOGCB	Logaritmo da capitalização bolsista
TR ⁴⁹	<i>Turnover ratio</i> (rácio entre a quantidade transacionada e a quantidade admitida à negociação)
MTB	<i>Market-to-book</i> (rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa)
CR1 ⁵⁰	Quota do maior acionista (percentagem de capital detida pelo maior acionista da empresa)
RET12M	Rentabilidade dos últimos 12 meses (diferença entre o preço de venda e o preço de compra das ações nos 12 meses anteriores, acrescida, se aplicável, dos dividendos ganhos)
VOL12M	Volatilidade dos últimos 12 meses (desvio-padrão do preço das cotações nos 12 meses anteriores)
EMP	Empresa (variável binária (<i>dummy</i>) identificativa de cada uma das 10 empresas em estudo) ⁵¹
ANO	Ano (variável binária (<i>dummy</i>) identificativa de cada ano de estudo que, por sua vez, diz respeito aos anos compreendidos entre 2004 e 2013) ⁵²
DSEM	Dia da Semana (variável binária (<i>dummy</i>) identificativa de cada dia útil da semana, ou seja, de segunda a sexta-feira) ⁵³
Painel II - Variáveis independentes específicas	
ENTREVISTAA	Entrevista Antes (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada entrevista da empresa antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
EVENTOP	Evento Positivo (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se o evento em causa for positivo e 0 em caso contrário)
NOTICIAA	Notícia Antes (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
NOTICIAACP	Notícia Antes com Conteúdo Positivo (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa com conteúdo positivo antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
NOTICIAACN	Notícia Antes com Conteúdo Negativo (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa com conteúdo negativo antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
NOTICIAADL	Notícia Antes com Dimensão Longa (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa com dimensão longa antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
NOTICIAAFE	Notícia Antes com Fonte Empresa (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for

⁴⁹ Aumenta a robustez para outras medidas.

⁵⁰ Aplica-se aqui o referido na nota de rodapé anterior.

⁵¹ A empresa 10 foi aquela cuja *dummy* não foi incluída como regressor.

⁵² Os anos de 2004 e de 2005 foram aqueles cuja variável *dummy* não foi incluída como regressor.

⁵³ Os fins de semana não foram incluídos na regressão para evitar combinação linear perfeita, visto que nos anos analisados houve períodos em que os jornais selecionados (*Jornal de Negócios* e *Diário Económico*) saíam para as bancas ao fim de semana.

	publicada notícia da empresa com referência a informação fornecida pela empresa antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
NOTICIAANFE	Notícia Antes sem Fonte Empresa (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa sem referência a informação fornecida pela empresa antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
PPAGA	Primeira Página Antes (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se houver destaque na primeira página dos jornais antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
PUBA	Publicidade Antes (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se houver publicação de anúncio publicitário antes da ocorrência do evento (dia -3, dia -2 ou dia -1) e 0 em caso contrário)
SDI	Sistema de Difusão da Informação (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se houver divulgação de facto relevante através do Sistema de Difusão da Informação da CMVM e 0 em caso contrário)
Painel III - Variáveis dependentes	
EVENTOP	Evento Positivo (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se o evento em causa for positivo e 0 em caso contrário)
EVENTOPSDI	Evento Positivo e SDI (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se o evento em causa for positivo e se houver divulgação de facto relevante através do Sistema de Difusão da Informação da CMVM e 0 em caso contrário)
EVENTONSDI	Evento Negativo e SDI (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se o evento em causa for negativo e se houver divulgação de facto relevante através do Sistema de Difusão da Informação da CMVM e 0 em caso contrário)
NOTICIAD	Notícia Depois (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa depois da ocorrência do evento (dia +1, dia +2 ou dia +3) e 0 em caso contrário)
NOTICIADEFE	Notícia Depois com Fonte Empresa (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa com referência a informação fornecida pela empresa depois da ocorrência do evento (dia +1, dia +2 ou dia +3) e 0 em caso contrário)
NOTICIADCP	Notícia Depois com Conteúdo Positivo (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se for publicada notícia da empresa com conteúdo positivo depois da ocorrência do evento (dia +1, dia +2 ou dia +3) e 0 em caso contrário)
PUBD	Publicidade Depois (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se houver publicação de anúncio publicitário depois da ocorrência do evento (dia +1, dia +2 ou dia +3) e 0 em caso contrário)
SDI	Sistema de Difusão da Informação (variável <i>dummy</i> (binária) que assume o valor 1 se houver divulgação de facto relevante através do Sistema de Difusão da Informação da CMVM e 0 em caso contrário)

3.3.2.1. Antes da ocorrência do evento

Publicação de notícia no período anterior ao evento

Na Tabela 13 são apresentadas as primeiras quatro regressões.

As duas primeiras (Regressão 1 e Regressão 2) têm em comum a variável dependente (variável *EVENTOP*) que, tal como foi anteriormente indicado, trata-se de uma variável binária (assume o valor 1 se o evento em causa for positivo e 0 em caso contrário). Quanto às variáveis independentes, ambas as regressões focam-se no efeito da publicação de notícia antes da ocorrência do evento sobre o tipo de evento (variável *NOTICIAA*). Há, nesta circunstância, evidência de que a publicação de notícia antes da ocorrência do evento não aumenta a probabilidade de o evento subsequente ser positivo. Aquando da análise estatística, afirmámos que proporcionalmente há uma maior cobertura noticiosa antes dos eventos quando estes são positivos. Já o teste de independência do *Qui-quadrado*, apesar de apresentar um *P-value* de 13%, está em linha com o apresentado nesta regressão, pois indica que não há dependência entre o tipo de evento e a cobertura noticiosa realizada no período anterior (vide coluna «Antes» da Tabela 3).

Tabela 13. Publicação de notícia no período anterior ao evento

	<i>Regressão 1</i>			<i>Regressão 2</i>			<i>Regressão 3</i>			<i>Regressão 4</i>		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	EVENTOP			EVENTOP			SDI			EVENTOPSDI		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	1,20	2,89	0,004	1,60	2,95	0,003	-13,14	-2,79	0,005	-2,54	-3,99	0,000
NOTICIAA	0,00	0,71	0,475	0,02	1,23	0,217	0,30	2,05	0,041 **	0,04	1,61	0,107
LOGCB	-0,21	-2,60	0,009 ***	-0,34	-3,08	0,002 ***	1,66	2,68	0,007 ***	0,20	3,40	0,001 ***
TR	0,00	1,11	0,268	-0,02	-1,93	0,054 *	0,17	1,92	0,055 *	-0,11	-2,65	0,008 ***
MTB	0,01	2,22	0,027 **	0,01	2,42	0,015 **	0,04	2,84	0,005 ***	0,00	-0,11	0,910
CR1	0,00	-0,02	0,988	0,01	1,61	0,108	-0,03	-1,50	0,134	0,01	4,36	0,000 ***
RET12M	0,05	1,61	0,108	0,02	0,47	0,636	0,04	0,15	0,878	0,05	2,19	0,028 **
VOL12M	1,22	2,26	0,024 **	2,19	2,64	0,008 ***	0,27	0,34	0,736	1,24	3,15	0,002 ***
SDI	-0,05	-2,65	0,008 ***									
EMP	Sim			Sim			Sim			Sim		
ANO	Sim			Sim			Sim			Sim		
DSEM	Sim			Sim			Sim			Sim		
<i>Número de observações</i>			3010			3010			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1883			-1900			-1758			-1353
<i>Wald Chi-Square</i>			39,69			44,16			56,00			102,58

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

As Regressões 1 e 2 diferenciam-se entre si por na primeira se contemplar também o efeito que o envio de facto relevante através do Sistema de Difusão da Informação assume em relação à probabilidade de o evento subsequente ser positivo (variável *SDI*). Neste caso, a divulgação de informação através do Sistema de Difusão da Informação aumenta a probabilidade de se estar perante um evento negativo com um nível de significância de 1% (Regressão 1).

A terceira regressão apresenta como variável dependente a variável *SDI*. Nesta situação, há evidência de que, quando nos jornais em análise se publicam notícias antes do evento, maior é a probabilidade, para um nível de significância de 5%, de, no período da janela do evento, se vir a registar a divulgação de factos relevantes através do Sistema de Difusão da Informação (Regressão 3).

Se conjugarmos ambas as variáveis referidas (ser evento positivo e ser difundido facto relevante – variável *EVENTOPSDI*) obtêm-se as mesmas conclusões das tecidas sobre as Regressões 1 e 2, ou seja, a publicação de uma notícia antes do evento não tem efeito sobre a probabilidade de, em simultâneo, o evento ser positivo e existir a comunicação de facto relevante à CMVM, mas o *P-value*, neste caso, é de 10,7% (Regressão 4).

Em suma, através da análise da Tabela 13, há evidência de que a publicação de notícia antes do evento não tem efeito sobre o tipo de evento subsequente. Este resultado está, assim, em linha de conta com a consideração do evento na globalidade realizado na análise estatística – não há diferença entre eventos positivos e negativos e ser notícia é independente do tipo de evento (vide coluna «Todos» da Tabela 3). No entanto, a variável *NOTICIAA* aumenta a probabilidade de as empresas utilizarem o SDI e o recurso a este meio da CMVM tem efeito sobre o tipo de evento, aumentando a probabilidade de este ser negativo.

Chamada à primeira página no período anterior ao evento

Na Tabela 14 apresentam-se os resultados sobre o impacto que figurar na primeira página de um ou de ambos os jornais em análise antes do evento assume sobre o evento subsequente (variável *PPAGA*).

Na Regressão 5, a variável dependente é o evento positivo (variável *EVENTOP*) Nesta situação, há evidência de que, apesar de a chamada à primeira página antes da ocorrência do evento não aumentar a probabilidade de ser um evento positivo, o *P-value* é de 10,5%. Desta forma, importa salientar que, ao nível da análise estatística, foi encontrada evidência de que as chamadas à primeira página antes da ocorrência do evento são mais preponderantes na situação dos eventos positivos (ver coluna «Antes», Painel I, da Tabela 4). Esta situação pode, assim, indiciar que as empresas, antes de vivenciarem a subida anormal das suas cotações, promovem a gestão da sua informação, comunicando-a aos meios de comunicação social.

Tabela 14. Chamada à primeira página no período anterior ao evento

	Regressão 5			Regressão 6			Regressão 7			Regressão 8		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	EVENTOP			SDI			EVENTOPSDI			EVENTONSDI		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	1,54	3,01	0,003	-13,93	-2,82	0,005	-2,61	-3,87	0,000	-22,26	-4,28	0,000
PPAGA	0,03	1,62	0,105	0,47	1,97	0,049 **	0,05	1,07	0,285	0,45	1,38	0,167
LOGCB	-0,32	-3,18	0,001 ***	1,77	2,70	0,007 ***	0,21	3,30	0,001 ***	3,08	4,17	0,000 ***
TR	-0,02	-2,00	0,046 **	0,18	1,91	0,057 *	-0,11	-2,65	0,008 ***	0,41	4,38	0,000 ***
MTB	0,01	2,50	0,012 **	0,05	2,87	0,004 ***	0,00	-0,14	0,892	-0,04	-1,39	0,163
CR1	0,01	1,64	0,101	-0,03	-1,51	0,131	0,01	4,28	0,000 ***	-0,11	-3,05	0,002 ***
RET12M	0,02	0,45	0,652	0,03	0,12	0,901	0,05	2,21	0,027 **	-1,14	-1,88	0,059 *
VOL12M	2,12	2,75	0,006 ***	0,26	0,31	0,759	1,29	3,06	0,002 ***	-9,95	-3,86	0,000 ***
EMP	Sim			Sim			Sim			Sim		
ANO	Sim			Sim			Sim			Sim		
DSEM	Sim			Sim			Sim			Sim		
<i>Número de observações</i>	3010			3010			3010			3010		
<i>Log pseudolikelihood</i>	-1899			-1758			-1354			-1300		
<i>Wald Chi-Square</i>	44,58			55,7			102,54			101,08		

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Todavia, o aparecimento na primeira página do jornal antes da ocorrência do evento tem efeito sobre a probabilidade de a empresa utilizar o SDI para comunicar facto relevante (variável *SDI*) e esta evidência assume significância estatística para um nível de 5% (Regressão 6). Provavelmente, esta situação deve-se à chamada de atenção da CMVM que obriga a empresa a divulgar um facto relevante.

Se a análise incidir sobre o efeito que aparecer na primeira página assume sobre a ocorrência, em simultâneo, de evento positivo e de envio de facto relevante (variável binária *EVENTOPSDI* – Regressão 7) e da ocorrência, igualmente simultânea, de evento negativo e de envio de facto relevante (variável binária *EVENTONSDI* – Regressão 8), há evidência de que a figuração na primeira página do jornal no período anterior ao

evento não afeta a probabilidade destes cenários se concretizarem, pese embora o *P-value* da Regressão 8 ser de 16,7%,

Assim, a chamada à primeira página antes do evento não tem efeito sobre o tipo de evento, tal como ser notícia antes (ver Tabela 13), mas aumenta a probabilidade de as empresas comunicarem através do SDI.

Publicidade no período anterior ao evento

As regressões integradas na Tabela 15 permitem avaliar qual é o impacto que a publicidade assume antes do evento. Desta forma, na Regressão 9 é apresentado o efeito que a publicação de anúncios publicitários das empresas no período anterior ao evento (variável *PUBA*) e a utilização do Sistema de Difusão da Informação (variável *SDI*) têm sobre a ocorrência de evento positivo.

Relativamente à publicação de peça publicitária antes da ocorrência do evento há evidência de que não só esta variável não aumenta a probabilidade de o evento ser positivo (variável binária *EVENTOP*), existindo ou não neste período comunicação de facto relevante (Regressões 9 e 10, respetivamente), como também não tem impacto sobre a probabilidade de as empresas utilizarem o SDI da CMVM (variável dependente binária *SDI*) (Regressão 11).

Tabela 15. Publicidade no período anterior ao evento

	<i>Regressão 9</i>			<i>Regressão 10</i>			<i>Regressão 11</i>		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	EVENTOP			EVENTOP			SDI		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	1,20	2,85	0,004	1,66	2,96	0,003	-13,86	-2,79	0,005
PUBA	-0,01	-0,85	0,393	-0,02	-0,79	0,428	0,06	0,30	0,763
LOGCB	-0,21	-2,58	0,010 **	-0,35	-3,08	0,002 ***	1,76	2,68	0,007 ***
TR	0,00	1,12	0,262	-0,02	-1,91	0,056 *	0,18	1,93	0,054 *
MTB	0,01	2,22	0,027 **	0,01	2,38	0,017 **	0,05	2,84	0,005 ***
CR1	0,00	-0,14	0,890	0,01	1,54	0,124	-0,03	-1,48	0,138
RET12M	0,05	1,76	0,078 *	0,02	0,51	0,607	0,04	0,16	0,876
VOL12M	1,20	2,27	0,023 **	2,23	2,62	0,009 ***	0,27	0,32	0,751
SDI	-0,05	-2,65	0,008 ***						
EMP		Sim			Sim			Sim	
ANO		Sim			Sim			Sim	
DSEM		Sim			Sim			Sim	
<i>Número de observações</i>			3010			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1884			-1901			-1761
<i>Wald Chi-Square</i>			39,59			44,29			55,66

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Desta forma, a Tabela 15 revela que os anúncios publicitários publicados antes da ocorrência do evento não têm influência sobre o tipo de evento nem sobre a comunicação de facto relevante à CMVM. Esta análise está em linha com a análise estatística no sentido em que, por antecipação, os anúncios publicitários publicados pelas empresas não têm impacto sobre o tipo de evento que vai ocorrer (ver coluna «Antes» da Tabela 6). Embora desconheçamos o *timing* da negociação da publicação de um anúncio publicitário, a publicidade parece não tratar-se de um recurso da empresa para capitalizar o evento positivo que está prestes a registar.

Notícia com alusão à fonte empresa no período anterior ao evento

As regressões que compõem a Tabela 16 evidenciam que, quando a empresa é utilizada como fonte da notícia antes do evento (variável *NOTICIAAFE*), não há evidência de que aumente a probabilidade de ocorrer um evento positivo (variável binária *EVENTOP* das Regressões 12 e 13), nem de que a empresa utilize o Sistema de Difusão da Informação (variável binária *SDI* da Regressão 14). Todavia, o *P-value* das Regressões 13 e 14 é de 15,9% e 15,6%, respetivamente.

Tabela 16. Notícia com alusão à fonte empresa no período anterior ao evento

	Regressão 12			Regressão 13			Regressão 14		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	EVENTOP			EVENTOP			SDI		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	1,09	2,65	0,008	1,55	2,77	0,006	-13,14	-2,79	0,005
NOTICIAAFE	0,01	1,23	0,219	0,03	1,41	0,159	0,29	1,42	0,156
NOTICIAANFE	0,00	0,27	0,787	0,01	0,81	0,415	0,30	1,76	0,078 *
LOGCB	-0,19	-2,37	0,018 **	-0,33	-2,85	0,004 ***	1,66	2,68	0,007 ***
TR	0,00	1,09	0,276	-0,02	-1,86	0,063 *	0,17	1,92	0,055 *
MTB	0,01	2,06	0,039 **	0,01	2,29	0,022 **	0,04	2,83	0,005 ***
CR1	0,00	-0,12	0,905	0,01	1,51	0,130	-0,03	-1,49	0,135
RET12M	0,05	1,69	0,091 *	0,02	0,40	0,693	0,04	0,15	0,878
VOL12M	1,10	2,09	0,037 **	2,12	2,45	0,014 **	0,27	0,34	0,736
SDI	-0,05	-2,45	0,014 **						
EMP		Sim			Sim			Sim	
ANO		Sim			Sim			Sim	
DSEM		Sim			Sim			Sim	
<i>Número de observações</i>			3010			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1882			-1900			-1758
<i>Wald Chi-Square</i>			39,47			44,37			56,01

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Ao nível da variável dependente binária *SDI*, quando a empresa não é fonte da notícia antes do evento (variável *NOTICIAANFE* da Regressão 14), com uma significância estatística de 10%, aumenta a probabilidade de a empresa vir a utilizar o Sistema de Difusão da Informação da CMVM. Esta situação parece evidenciar que, seja por iniciativa própria, seja por pressão da CMVM, a empresa opta por utilizar este recurso para comunicar quando não é uma fonte das notícias que antecedem o evento.

Tabela 17. Notícia com alusão à fonte empresa no período anterior ao evento (continuação)

<i>Regressão 15</i>				<i>Regressão 16</i>			
<i>Variável Dependente</i>				<i>Variável Dependente</i>			
EVENTOPSDI				EVENTONSDI			
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	
Constante	-2,60	-3,96	0,000	-21,72	-4,40	0,000	
NOTICIAAFE	0,08	2,01	0,044 **	0,43	1,41	0,160	
NOTICIAANFE	0,01	0,49	0,623	0,04	0,18	0,853	
LOGCB	0,21	3,36	0,001 ***	2,99	4,29	0,000 ***	
TR	-0,11	-2,64	0,008 ***	0,41	4,50	0,000 ***	
MTB	0,00	-0,15	0,878	-0,03	-1,37	0,170	
CR1	0,01	4,34	0,000 ***	-0,10	-3,13	0,002 ***	
RET12M	0,05	2,18	0,029 **	-1,06	-1,92	0,055 *	
VOL12M	1,28	3,12	0,002 ***	-9,61	-4,00	0,000 ***	
SDI							
EMP		Sim			Sim		
ANO		Sim			Sim		
DSEM		Sim			Sim		
<i>Número de observações</i>			3010			3010	
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1351			-1301	
<i>Wald Chi-Square</i>			102,87			103,42	

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Se a análise incidir sobre o efeito da variável *NOTICIAAFE* sobre a ocorrência, em simultâneo, de evento positivo e de envio de facto relevante (variável binária *EVENTOPSDI*) e da ocorrência, igualmente simultânea, de evento negativo e de envio de facto relevante (variável binária *EVENTONSDI*) (respectivamente, Regressões 15 e 16 da Tabela 17), há evidência de que a fonte empresa aumenta a probabilidade de o primeiro cenário se concretizar com um nível de significância de 5% (Regressão 15). Isto pode acontecer por as empresas provocarem fugas de informação quando o facto é positivo ou a CMVM atribuir mais credibilidade às notícias que citam a empresa como fonte e exigir divulgação de facto relevante. No entanto, a fonte empresa não tem impacto sobre a probabilidade de realização do segundo cenário (Regressão 16), embora seja de realçar que, neste caso, o *P-value* é 16%.

Se a análise recair sobre o efeito da variável *NOTICIAANFE* sobre as variáveis dependentes anteriormente indicadas (Regressões 15 e 16), há evidência de que a ausência de fonte empresa nas peças jornalísticas não aumenta a probabilidade destes cenários se concretizarem.

Entrevista no período anterior ao evento

À semelhança das conclusões indicadas sobre a Tabela 8, a publicação de entrevista da empresa antes da ocorrência do evento (variável *ENTREVISTAA*) não está associada ao evento subsequente ser positivo (variável binária *EVENTOP*) quer haja (ou não) comunicação de facto relevante através do SDI da CMVM (Regressões 17 e 18 da Tabela 18). Contudo, nas situações em que apenas se controla pela variável *ENTREVISTAA* o coeficiente é negativo e apresenta um *P-value* de 15,9%, ou seja, não há evidência de que vá ocorrer um evento negativo, mas trata-se de um resultado que importa reter (Regressão 18).

Já a comunicação de facto relevante à CMVM (variável *SDI*) está associada à ocorrência de um evento negativo com um nível de significância de 1% (Regressão 17).

Tabela 18. Entrevista no período anterior ao evento

	<i>Regressão 17</i>			<i>Regressão 18</i>			<i>Regressão 19</i>		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	<i>EVENTOP</i>			<i>EVENTOP</i>			<i>SDI</i>		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	1,22	2,85	0,004	1,70	3,00	0,003	-13,90	-2,80	0,005
ENTREVISTAA	-0,06	-1,09	0,275	-0,16	-1,41	0,159	0,17	0,26	0,793
LOGCB	-0,21	-2,57	0,010 **	-0,36	-3,14	0,002 ***	1,76	2,69	0,007 ***
TR	0,00	1,07	0,286	-0,02	-1,92	0,055 *	0,18	1,94	0,053 *
MTB	0,01	2,21	0,027 **	0,01	2,43	0,015 **	0,05	2,84	0,005 ***
CR1	0,00	-0,07	0,943	0,01	1,63	0,103	-0,03	-1,49	0,135
RET12M	0,05	1,81	0,070 *	0,03	0,55	0,579	0,04	0,15	0,878
VOL12M	1,22	2,27	0,023 **	2,31	2,67	0,008 ***	0,25	0,30	0,768
SDI	-0,05	-2,64	0,008 ***						
EMP		Sim			Sim			Sim	
ANO		Sim			Sim			Sim	
DSEM		Sim			Sim			Sim	
<i>Número de observações</i>			3010			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1883			-1900			-1761
<i>Wald Chi-Square</i>			39,49			44,35			55,89

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Quando os jornais em análise publicam entrevista antes da ocorrência do evento, não se regista o aumento de probabilidade de, no período da janela do evento, as empresas utilizarem o SDI (variável binária *SDI*) (Regressão 19).

Tal como anteriormente indicado em termos da análise estatística (vide coluna «Antes» da Tabela 8), a publicação de entrevista antes do evento não tem efeito sobre o tipo de evento e também não tem sobre o SDI.

Notícia com dimensão longa no período anterior ao evento

A publicação de notícia com dimensão longa antes da ocorrência do evento (variável *NOTICIAADL*), ou seja, com uma área superior a metade de uma página do jornal, evidencia o mesmo efeito da situação relatada na Tabela 9. Assim, ter sido publicada uma peça jornalística com dimensão longa não é sinal de que aumenta a probabilidade de o evento subsequente ser positivo (variável binária *EVENTOP*) quer haja (ou não) comunicação de facto relevante através do SDI da CMVM (Regressão 20 da Tabela 19). No entanto, conforme já foi referido sobre a Regressão 17, a comunicação de facto relevante à CMVM (variável *SDI*), aumenta a probabilidade de se estar perante a ocorrência de um evento negativo com um nível de significância de 1% (Regressão 20).

Outro aspeto similar prende-se com o facto de que, quando os jornais em análise publicam notícias com grande desenvolvimento antes da ocorrência do evento, há evidência de que aumenta a probabilidade de as empresas utilizarem o SDI (variável binária *SDI*). Esta evidência tem um nível de significância estatística de 10% (Regressão 21).

Tabela 19. Notícia com dimensão longa no período anterior ao evento

	<i>Regressão 20</i>			<i>Regressão 21</i>			<i>Regressão 22</i>			<i>Regressão 23</i>		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	<i>EVENTOP</i>			<i>SDI</i>			<i>EVENTOPSDI</i>			<i>EVENTONSDI</i>		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	1,21	2,96	0,003	-13,85	-2,88	0,004	-2,60	-3,95	0,000	-21,42	-4,37	0,000
NOTICIAADL	0,01	0,73	0,468	0,33	1,73	0,084 *	0,04	1,30	0,194	0,27	1,07	0,285
LOGCB	-0,21	-2,66	0,008 ***	1,76	2,77	0,006 ***	0,21	3,37	0,001 ***	2,95	4,26	0,000 ***
TR	0,00	1,07	0,287	0,19	2,01	0,045 **	-0,11	-2,68	0,007 ***	0,40	4,49	0,000 ***
MTB	0,01	2,25	0,025 **	0,04	2,86	0,004 ***	0,00	-0,11	0,911	-0,04	-1,42	0,155
CR1	0,00	0,04	0,969	-0,03	-1,53	0,126	0,01	4,33	0,000 ***	-0,10	-3,12	0,002 ***
RET12M	0,05	1,51	0,132	0,04	0,15	0,878	0,05	2,23	0,025 **	-1,03	-1,87	0,062 *
VOL12M	1,25	2,29	0,022 **	0,25	0,29	0,773	1,29	3,10	0,002 ***	-9,48	-3,99	0,000 ***
SDI	-0,05	-2,69	0,007 ***									
EMP	Sim			Sim			Sim			Sim		
ANO	Sim			Sim			Sim			Sim		
DSEM	Sim			Sim			Sim			Sim		
<i>Número de observações</i>			3010			3010			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1883			-1759			-1354			-1301
<i>Wald Chi-Square</i>			39,82			55,81			102,67			102,53

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Se conjugarmos ambas as variáveis dependentes referidas, isto é, ser evento positivo e ser difundido facto relevante (variável *EVENTOPSDI*) (Regressão 22) e ser evento negativo e ser difundido facto relevante (variável *EVENTONSDI*) (Regressão 23) obtêm-se as mesmas conclusões das tecidas sobre a Regressão 20, ou seja, a publicação de notícia no período anterior com dimensão longa não tem efeito sobre a probabilidade de, em simultâneo, o evento ser positivo/ negativo e existir a comunicação de facto relevante à CMVM.

Desta forma, a publicação de notícia antes do evento com dimensão longa não tem efeito sobre o tipo de evento, mas aumenta a probabilidade de as empresas utilizarem o SDI. Por outro lado, novamente, o envio de facto relevante tem efeito sobre o tipo de evento, aumentando a probabilidade de este ser negativo.

Tipo de conteúdo da notícia no período anterior ao evento

As notícias publicadas antes do evento quer sejam classificadas como Conteúdo Positivo sejam Conteúdo Negativo (variáveis *NOTICIAACP* e *NOTICIAACN*, respetivamente) nada permitem perceber sobre o tipo de evento subsequente (Regressão 24) nem sobre a divulgação de facto relevante por parte das empresas (Regressão 25). Apesar de ao nível da análise estatística, no caso da variável ‘Conteúdo Positivo’ assistir-se a uma preponderância de notícias assim conotadas quando vai ocorrer um evento positivo, o mesmo não acontece perante as notícias classificadas com ‘Conteúdo Negativo’ e a ocorrência de evento negativo (coluna «Antes» das Tabelas 10 e 11, respetivamente).

Tabela 20. Notícia com conteúdo positivo e com conteúdo negativo no período anterior ao evento

Regressão 24				Regressão 25		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	EVENTOP			SDI		
	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	1,70	2,91	0,004	-13,29	-2,77	0,006
NOTICIAACP	0,03	1,29	0,198	0,11	0,70	0,486
NOTICIAACN	0,01	0,50	0,616	0,27	1,43	0,153
LOGCB	-0,36	-3,04	0,002 ***	1,68	2,65	0,008 ***
TR	-0,02	-1,84	0,065 *	0,17	1,88	0,060 *
MTB	0,01	2,40	0,016 **	0,05	2,83	0,005 ***
CR1	0,01	1,64	0,100	-0,03	-1,50	0,134
RET12M	0,03	0,56	0,573	0,05	0,18	0,855
VOL12M	2,38	2,61	0,009 ***	0,27	0,32	0,746
SDI	0,37	2,20	0,028 **			
EMP		Sim			Sim	
ANO		Sim			Sim	
DSEM		Sim			Sim	
<i>Número de observações</i>			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1898			-1759
<i>Wald Chi-Square</i>			44,08			55,92

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

3.3.2.1. Depois da ocorrência do evento

Impacto do evento na produção noticiosa no período ulterior

Através da análise das regressões 26 e 27 (Tabela 21), há evidência de que a publicação de notícias após o evento (variável binária *NOTICIAD*) ocorre com mais preponderância nas situações de eventos negativos, visto que os eventos positivos (variável explicativa *EVENTOP*) têm um efeito negativo, para um nível de significância de 10%, sobre a probabilidade de haver notícia no período ulterior ao evento, quer tenha ou não havido comunicação de facto relevante através do SDI. Estes resultados estão em linha com a análise estatística anteriormente realizada no que se refere à diferença de proporção existente entre a cobertura noticiosa em situações de eventos positivos e de eventos negativos no período ulterior (vide coluna «Depois» da Tabela 3).

Tabela 21. Impacto do evento na produção noticiosa no período ulterior

	Regressão 26			Regressão 27			Regressão 28		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	NOTICIAD			NOTICIAD			NOTICIADEFE		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	-3,84	-2,83	0,005	-3,90	-2,90	0,004	-2,53	-1,58	0,114
EVENTOP	-0,17	-1,81	0,070 *	-0,17	-1,82	0,069 *	-0,13	-1,75	0,081 *
LOGCB	0,05	0,37	0,710	0,05	0,43	0,667	0,02	0,09	0,929
TR	0,03	0,65	0,517	0,03	0,67	0,502	-0,09	-0,55	0,580
MTB	0,00	-0,50	0,619	0,00	-0,46	0,649	0,00	2,50	0,012 **
CR1	-0,01	-0,88	0,379	-0,01	-0,90	0,366	-0,04	-1,26	0,207
RET12M	0,14	0,68	0,495	0,15	0,71	0,478	-0,18	-0,32	0,751
VOL12M	-0,53	-0,66	0,512	-0,55	-0,67	0,502	-5,04	-1,73	0,084 *
SDI	0,02	0,25	0,805						
EMP		Sim			Sim			Sim	
ANO		Sim			Sim			Sim	
DSEM		Sim			Sim			Sim	
<i>Número de observações</i>			3010			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1213			-1213			-618
<i>Wald Chi-Square</i>			37,71			37,51			72,61

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Através da análise da Regressão 28 (Tabela 21), há evidência de que aumenta a probabilidade (com um nível de significância de 10%) de, perante eventos negativos sem utilização de SDI, as empresas prestarem declarações aos jornais, seja por iniciativa própria seja por reação ao contacto dos jornalistas. Estas conclusões corroboram as obtidas com a análise estatística realizada anteriormente, visto que as empresas enquanto fonte de notícia depois do evento preponderam para os eventos negativos e há evidência de que existe dependência entre esta variável e o evento negativo (vide coluna «Depois» da Tabela 7).

Impacto do evento na publicidade no período ulterior

No que respeita ao impacto que o tipo de evento tem sobre a publicidade publicada após a ocorrência do evento (variável binária *PUBD*), há evidência de que o tipo de evento não condiciona o investimento publicitário ulterior (Regressões 29 e 30 da Tabela 22), significando assim que, perante a ocorrência de eventos positivos ou de eventos negativos, as empresas não investem mais (nem menos) em publicidade após o evento. Esta situação contraria os factos observados aquando da análise estatística, visto que no período ulterior foram observadas discrepâncias na publicação de anúncios

publicitários realizada para os eventos negativos e há evidência de que existe dependência entre o tipo de evento e a publicidade (vide coluna «Depois» da Tabela 6).

Tabela 22. Impacto do evento na publicidade no período ulterior

	<i>Regressão 29</i>			<i>Regressão 30</i>		
	<i>Variável Dependente</i>			<i>Variável Dependente</i>		
	PUBD			PUBD		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coeficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coeficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	-1,25	-0,95	0,342	-0,72	-0,58	0,560
EVENTOP	-0,15	-1,16	0,246	-0,12	-1,02	0,308
LOGCB	-0,18	-1,07	0,285	-0,23	-1,34	0,180
TR	0,08	0,99	0,321	0,08	1,01	0,312
MTB	-0,01	-0,93	0,353	-0,01	-1,08	0,281
CR1	-0,11	-2,10	0,036 **	-0,10	-2,00	0,046 **
RET12M	0,31	1,18	0,237	0,27	1,12	0,262
VOL12M	-0,40	-0,47	0,641	-0,28	-0,38	0,707
SDI	-0,17	-1,42	0,156			
EMP		Sim			Sim	
ANO		Sim			Sim	
DSEM		Sim			Sim	
<i>Número de observações</i>			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-495			-498
<i>Wald Chi-Square</i>			42,17			44,18

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Impacto do evento no conteúdo da notícia no período ulterior

Após a ocorrência de eventos positivos, aumenta a probabilidade de as notícias publicadas conterem conteúdo positivo (variável binária *NOTICIADCP*), quer haja ou não comunicação de facto relevante à CMVM (Regressões 31 e 32 da Tabela 23), tal como fora observado aquando da análise estatística (ver coluna «Depois» da Tabela 10).

Tabela 23. Impacto do evento no conteúdo da notícia no período ulterior

<i>Regressão 31</i>				<i>Regressão 32</i>		
<i>Variável Dependente</i>				<i>Variável Dependente</i>		
<i>NOTICIADCP</i>				<i>NOTICIADCP</i>		
<i>Variáveis Independentes</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>z</i>	<i>P-value</i>
Constante	-3,28	-2,08	0,037	-3,13	-2,11	0,035
EVENTOP	0,41	2,61	0,009 ***	0,41	2,58	0,010 **
LOGCB	-0,08	-0,51	0,613	-0,10	-0,63	0,530
TR	-0,02	-0,32	0,751	-0,02	-0,35	0,727
MTB	0,00	1,19	0,236	0,00	1,15	0,249
CR1	-0,01	-0,56	0,579	-0,01	-0,49	0,622
RET12M	-0,03	-0,08	0,938	-0,06	-0,14	0,887
VOL12M	-3,21	-1,25	0,211	-3,15	-1,23	0,218
SDI	-0,07	-0,51	0,608			
EMP		Sim			Sim	
ANO		Sim			Sim	
DSEM		Sim			Sim	
<i>Número de observações</i>			3010			3010
<i>Log pseudolikelihood</i>			-1069			-1069
<i>Wald Chi-Square</i>			40,47			40,92

Observações: (i) Os símbolos ***, ** e * evidenciam a existência de significância estatística a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

4. Conclusões

Partindo da questão de investigação – *Há evidência de que as empresas cotadas em bolsa gerem a informação antes ou depois da ocorrência de rentabilidades extremas, sejam negativas ou positivas?* – a presente investigação teve como objetivos principais (i) aferir se há cobertura noticiosa pelos meios de comunicação social antes, durante e depois da ocorrência do evento e se tal cobertura é assimétrica e (ii) verificar se existe evidência de que as notícias publicadas possam ter sido promovidas pela empresa com o intuito de, no caso de uma descida acentuada dos preços, minimizar os impactos negativos e, no caso de uma subida acentuada dos preços, capitalizar os factos positivos.

Em termos metodológicos, com base nas empresas que integraram permanentemente o *PSI-20* entre 1 de janeiro de 2004 e 31 de dezembro de 2013, num total de 10, recorremos, em primeiro lugar, a um processo inspirado na metodologia que é conhecida por *Estudo de Eventos* para selecionar a amostra da presente investigação, ou seja, os dias em que se registaram rentabilidades extremas positivas e rentabilidades extremas negativas, em qualquer dos casos fora do intervalo de confiança da rentabilidade média anormal, e que se vão consubstanciar, respetivamente, nos designados «eventos positivos» e «eventos negativos». O número de dias de eventos sob estas condições foi 430 (218 «eventos positivos» e 212 «eventos negativos»).

Seguidamente, com base nestes eventos, realizámos um *Trabalho de Campo*, que incluiu a análise dos factos relevantes divulgados através do Sistema de Divulgação de Informação da CMVM e a análise de dois jornais portugueses diários (*Diário Económico* e *Jornal de Negócios*) para aferir, respetivamente, as comunicações divulgadas pelas empresas e a cobertura noticiosa de cada evento. No âmbito deste trabalho, realizámos, ainda, uma *Análise de Conteúdo* para avaliar o conteúdo das notícias publicadas, criando para o efeito uma matriz de análise.

Em terceiro lugar, efetuámos um *Estudo Quantitativo* que contemplou dois tipos de abordagem – *Análise Estatística* e *Análise de Regressões*. Ao nível da *Análise Estatística*, realizámos *testes de hipóteses* (para testar a diferença entre duas proporções binomiais) e construímos tabelas de contingência com duas dimensões para, de seguida, realizar *testes de independência do Qui-quadrado*. Quanto à *Análise de Regressões*, recorremos ao *modelo de regressão não-linear probit com múltiplos regressores*

(robusto em relação a problemas heterocedasticidade) com o intuito de perceber se existe relação entre a variável dependente binária e outras variáveis associadas a cada evento (variáveis independentes).

Através da realização desta investigação foi possível constatar que as grandes oscilações de preços vividas pelas empresas são noticiadas pelos jornais (em média, cada evento obteve uma cobertura jornalística superior a 5 artigos) e mais de 40% das peças jornalísticas publicadas (independentemente do tipo de evento) ocupam mais de metade de uma página do jornal. Quando se compara o período que precede o evento com o período que sucede o evento, são publicadas mais notícias, existem mais chamadas à primeira página e as notícias são mais extensas depois da ocorrência do evento. Estes resultados vão ao encontro da expectativa que tínhamos de que, após se registar o evento, dado tratar-se de uma rentabilidade anormal extrema, seja suscitada a atenção dos meios de comunicação social.

No que respeita à quantidade de notícias publicadas, embora a análise estatística evidencie que antes do evento são publicadas mais notícias para os eventos positivos, a análise de regressões indica que a publicação de notícia neste subperíodo não aumenta a probabilidade de o evento subsequente ser positivo. Relativamente à publicação de notícias após o evento, ocorre com mais preponderância nas situações de eventos negativos, em ambos os tipos de análise.

Quanto a ser notícia de primeira página, antes da ocorrência do evento, as chamadas à primeira página são mais preponderantes nas situações de eventos positivos, o que pode indiciar que as empresas, por antecipação do evento, promovem a informação, comunicando-a aos meios de comunicação social.

Relativamente à comunicação de factos relevantes pelas empresas através do Sistema de Divulgação da Informação da CMVM, constata-se que são emitidos mais comunicados antes da ocorrência do evento, tanto para os eventos positivos, como para os negativos, significando isto que as empresas enviam mais informação ao mercado através da CMVM por antecipação, do que são “obrigadas” a divulgar após a ocorrência de rentabilidades anormais. Todavia, a análise de regressões permitiu detetar que quando as empresas utilizam este recurso para comunicar no período anterior ao evento, aumenta a probabilidade de se estar perante a ocorrência de um evento negativo. Outro aspeto a destacar prende-se com o facto de que quando há notícia no período anterior e

a empresa não é fonte de informação, aumenta a probabilidade de a empresa vir a utilizar o SDI. Esta situação parece evidenciar que, seja por iniciativa própria, seja por pressão da CMVM, a empresa opta por utilizar este recurso. Ainda outro dado a realçar diz respeito ao facto de, havendo publicação de notícia no período da janela do evento, maior é a probabilidade de se vir a registar a divulgação de factos relevantes através do Sistema de Difusão da Informação.

Quanto ao recurso à publicidade, embora desconheçamos a data e as cláusulas dos contratos publicitários estabelecidos entre as empresas e os jornais, com a execução da análise estatística verificámos que as empresas parecem recorrer à publicidade para transmitir determinadas mensagens aos leitores. Com efeito, perante a queda abrupta das suas cotações, são publicados mais anúncios publicitários após a ocorrência de eventos negativos; contrariamente, perante a subida acentuada das cotações, há registo de que são publicados mais anúncios publicitários antes da ocorrência de eventos positivos. Porém, os resultados obtidos com a análise de regressões evidenciam que a publicidade não indica nada sobre o tipo de evento subsequente, assim como o tipo de evento nada informa sobre a ocorrência de investimento publicitário ulterior.

Relativamente à empresa enquanto fonte de informação das notícias, apenas na análise estatística foi encontrada evidência de que tanto antes do evento como depois do evento o recurso à fonte empresa depende do tipo de evento. De facto, no período anterior ao evento, as empresas são proporcionalmente mais citadas como fonte para os eventos positivos do que para os negativos, o que pode indicar que as empresas procuram capitalizar o impacto positivo da situação favorável de que gozam através da preparação prévia de informação para divulgar junto dos meios de comunicação social.

Neste seguimento, no período ulterior, as empresas são mais vezes fonte da notícia para os eventos negativos, reiterando novamente a ideia de que as empresas atuam em relação aos meios de comunicação social, prestando declarações (seja por iniciativa própria seja por reação ao contacto dos jornalistas).

Em relação aos responsáveis das empresas darem entrevistas, ambos os tipos de análise não revelaram resultados estatisticamente significativos. Os resultados obtidos apontam no sentido de a decisão de a empresa dar entrevista não depender do tipo de evento.

No âmbito da análise de conteúdo, foram criadas, como indicado, duas variáveis independentes: *Conteúdo Positivo* (que se subdivide em três subcategorias – *Resultados positivos e suas componentes*; *Novos investimentos*; *Dividendos*) e *Conteúdo Negativo* (que segmenta-se igualmente em três subcategorias que contemplam as situações contrárias às anteriormente enunciadas, ou seja, *Resultados negativos e suas componentes*; *Dívidas*; *Não distribuição de dividendos*).

Embora se possa admitir que a classificação do autor tenha sempre subjacente um carácter subjetivo e que o contexto possa também influenciar a análise, a definição de cada variável e das respetivas classes obedeceu ao cumprimento de requisitos exigentes para se poderem realizar inferências válidas.

Surpreendentemente, o período que antecede o evento parece evidenciar que, por um lado, as empresas tentam capitalizar as situações positivas que vão viver e, por outro lado, debelar as situações negativas que vão enfrentar. Após a ocorrência do evento, verifica-se que são publicadas mais notícias com conteúdo positivo quer se esteja perante um evento positivo quer negativo. Pode isto significar que, para os eventos positivos, as empresas procuram capitalizar o momento bom que vivem e enviam informação aos meios de comunicação e que, para os eventos negativos, as empresas procuram minimizar a situação desfavorável que estão a vivenciar, comunicando aos *media*, por exemplo, informação que lhes permita reverter ou não prejudicar tanto e que se reflete, depois, em mais peças jornalísticas também com conteúdo positivo.

Em suma, com esta investigação foi possível detetar que as situações de rentabilidades anormais extremas objeto de divulgação e tratamento pelos meios de comunicação social e que a existência de divergências entre a cobertura noticiosa realizada em situações de eventos positivos e em situações de eventos negativos, em termos quantitativos e qualitativos, parece, em várias situações, resultar de ações deliberadamente promovidas pelas empresas.

No entanto, a base de dados construída com a realização do trabalho de campo inclui mais variáveis do que as que foram exploradas neste estudo e, por isso, pretendemos que sejam integradas em investigações futuras não só para dar continuidade ao estudo da cobertura noticiosa das rentabilidades anormais extremas vividas pelas empresas cotadas em bolsa, como também para explorar a gestão da informação praticada pelas empresas.

5. Bibliografia

- Ahern, K. R. e D. Sosyura (2014), “Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations”, *The Journal of Finance*, Vol. 69, N.º 1, pp. 241-291.
- Albuquerque, R. e C. Vega (2009), “Economic News and International Stock Market Co-movement”, *Review of Finance*, Vol. 13, pp. 401-465.
- Alves, C. F. (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Coimbra: Almedina.
- Alves, C. F. (2014), “Evidence for the Seasonality of European Equity Fund Performance”, *Applied Economics Letters*, pp. 1-5.
- Alves, C. F. e F. Teixeira dos Santos (2008), “Do First and Third Quarter Unaudited Financial Reports Matter? The Portuguese Case”, *European Accounting Review*, Vol. 17, N.º 2, pp. 361-392.
- Aman, H. (2013), “An Analysis of the Impact of Media Coverage on Stock Price Crashes and Jumps: Evidence from Japan”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 24, pp. 22-38.
- Bardin, L. (1979), *Análise de conteúdo*, Lisboa: Edições 70.
- Bondt, W. F. M. e R. Thaler (1985), “Does the Stock Market Overreact?”, *The Journal of Finance*, Vol. 40, N.º 3, pp. 793-805.
- Bos, W. e C. Tarnai (1999), “Content Analysis in Empirical Social Research”, *International Journal of Educational Research*, Vol. 31, pp. 659-671.
- Bushee, B. J., J. E. Core, W. Guay e S. J. W. Hamm (2010), “The Role of the Business Press as an Information Intermediary”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 48, N.º 1, pp. 1-19.
- Cabral, J. e R. Guimarães (1997), *Estatística*, Lisboa: McGraw-Hill.
- Carretta, A., V. Farina, D. Martelli, F. Fiordelisi e P. Schwizer (2011), “The Impact of Corporate Governance Press News on Stock Market Returns”, *European Financial Management*, Vol. 17, N.º 1, pp. 100-119.
- Chan, W. S. (2003), “Stock Price Reaction to News and No-news: Drift and Reversal after Headlines”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, pp. 223-260.

- Chen, K. T., H. M. Lu, T. J. Chen, S. H. Li, J. S. Lian e H. Chen (2010), “Giving Context to Accounting Numbers: The Role of News Coverage”, *Decision Support Systems*, Vol. 50, pp. 673-679.
- Daniel, K., D. Hirshleifer e A. Subrahmanyam (1998), “Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, N.º 6, pp. 1839-1885.
- Daniel, K., e S. Titman (1999), “Market Efficiency in an Irrational World”, *Investigação – Trabalhos em Curso*.
- Davidson, R. e J. G. MacKinnon (1993), *Estimation and Inference in Econometrics*, New York: Oxford University Press.
- deHaan, E., T. Shevlin e J. Thornock (2015), “Market (In)Attention and the Strategic Scheduling and Timing of Earnings Announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 60, pp. 36-55.
- Ettredge, M., V. J. Richardson e S. Scholz (2002), “Dissemination of Information for Investors at Corporate Web Sites”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 21, pp. 357-369.
- Everitt, B. S. (1992), *The Analysis of Contingency Tables*, London: Chapman and Hall.
- Fama, E. F. (1965), “The Behavior of Stock-market Prices”, *The Journal of Business*, Vol. 38, N.º 1, pp. 34-105.
- Fama, E. F. (1970), “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”, *The Journal of Finance*, Vol. 25, N.º 2, pp. 383-417.
- Fama, E. F. (1995), “Random Walks in Stock Market Prices”, *Financial Analysts Journal*, pp. 75-80.
- Fama, E. F. (1998), “Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, pp. 283-306.
- Fama, E. F. e K. R. French (1993), “Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, pp. 3-56.
- Fang, L. e J. Peress (2009), “Media Coverage and the Cross-section of Stock Returns”, *The Journal of Finance*, Vol. 64, N.º 5, pp. 2023-2052.
- Fernandes, A., P. Mota, C. Alves e D. Rocha (2013), *Mercados, Produtos e Valorimetria de Activos Financeiros*, Coimbra: Almedina.

- Gibbins, M., A. Richardson e J. Waterhouse (1990), “The Management of Corporate Financial Disclosure: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, N.º 1, pp. 121-143.
- Guillamón-Saorín, E. e C. M. P. Sousa (2014), “Voluntary Disclosure of Press Releases and the Importance of Timing: A Comparative Study of the UK and Spain”, *Management International Review*, Vol. 54, pp. 71-106.
- Hagenau, M., M. Liebmann e D. Neumann (2013), “Automated News Reading: Stock Price Prediction Based on Financial News Using Context-capturing Features”, *Decision Support Systems*, Vol. 55, pp. 685-697.
- Healy, P. M. e K. G. Palepu (2001), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 405-440.
- Huberman, G. e T. Regev (2001), “Contagious Speculation and a Cure for Cancer: A Nonevent that Made Stock Prices Soar”, *The Journal of Finance*, Vol. 56, N.º 1, pp. 387-396.
- Kahneman, D. e A. Tversky (1979), “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, Vol. 47, N.º 2, pp. 263-292.
- Kaplan, A. M. e M. Haenlein (2010), “Users of the World, Unite! The Challenges and Opportunities of Social Media”, *Business Horizons*, Vol. 53, pp. 59-68.
- Kothari, S. P. e J. B. Warner (2007), “Econometrics of Event Studies” in Eckbo, B. Espen, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Hanover, Elsevier, pp. 3-36.
- Krippendorff, K. (2004), *Content Analysis: An Introduction to its Methodology*, Thousand Oaks: Sage.
- Liao, T. L., H. C. Sung e M. T. Yu (2016), “Advertising and Investor Recognition of Banking Firms: Evidence from Taiwan”, *Emerging Markets Finance and Trade*, Vol. 52, pp. 812-824.
- Lo, A. W. e A. C. MacKinlay (1999), *A Non-Random Walk Down Wall Street*, Princeton: Princeton University Press.
- MacKinlay, A. C. (1997), “Event Studies in Economics and Finance”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, pp. 13-39.

- Macnamara, J. (2005), “Media Content Analysis: Its Uses, Benefits and Best Practice Methodology”, *Asia Pacific Public Relations Journal*, Vol. 6, N.º 1, pp. 1-34.
- Miller, G. S. (2006), “The Press as a Watchdog for Accounting Fraud”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, N.º 5, pp. 1001-1033.
- Miller, G. S. e D. J. Skinner (2015), “The Evolving Disclosure Landscape: How Changes in Technology, the Media, and Capital Markets Are Affecting Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 53, N.º 2, pp. 221-239.
- Nofsinger, J. R. (2001), “The Impact of Public Information on Investors”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25, pp. 1339-1366.
- Oliveira, L., L. L. Rodrigues e R. Craig (2006), “Firm-specific Determinants of Intangibles Reporting: Evidence from the Portuguese Stock Market”, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 10, N.º 1, pp. 11-33.
- Park, H. e W. Sohn (2013), “Behavioral Finance: A Survey of the Literature and Recent Development”, *Seoul Journal of Business*, Vol. 19, N.º 1, pp. 3-42.
- Pettigrew, J. E. e B. H. Reber (2011), "Journalists' Opinions and Attitudes about Dialogic Components of Corporate Websites", *Public Relations Review*, Vol. 37, pp. 422-424.
- Price, S. M., J. S. Doran, D. R. Peterson e B. A. Bliss (2012), “Earnings Conference Calls and Stock Returns: The Incremental Informativeness of Textual Tone”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, pp. 992-1011.
- Serra, A. P. (2004), “Event Study Tests: a Brief Survey”, *Revista Eletrônica de Gestão Organizacional*, Vol. 2, N.º 3, pp. 1-10.
- Shefrin, H. (2009), “How Psychological Pitfalls Generated the Global Financial Crisis”, *In Voices of Wisdom: Understanding the Global Financial Crisis*, Laurence B. Siegel (ed.), Research Foundation of CFA Institute.
- Shiller, R. J. (2003), “From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, N.º 1, pp. 83-104.
- Simon, S. e D. Dejica-Cartis (2015), “Analysis and Classification of Directions in Written Advertisements”, *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, Vol. 192, pp. 240-243.

- Solomon, D. H. (2012), “Selective Publicity and Stock Prices”, *The Journal of Finance*, Vol. 57, N.º 2, pp. 599-637.
- Soltes, E. (2010), “Disseminating Firm Disclosures”, *Investigação – Trabalhos em Curso*, Harvard Business School.
- Stock, James H. e Mark W. Watson (2012), *Introduction to Econometrics: International Edition*, 3.ª Edição, Pearson Higher Education.
- Tetlock, P. C. (2007), “Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market”, *The Journal of Finance*, Vol. 62, N.º 3, pp. 1139-1168.
- Thaler, R. H. (1999), “The End of Behavioral Finance”, *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, N.º 6, pp. 12-17.
- Tian, Y. e J. Chen (2009), “Concept of Voluntary Information Disclosure and a Review of Relevant Studies”, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 1, N.º 2, pp. 55-59.
- Tversky, A. e D. Kahneman (1974), “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases”, *Science*, Vol. 185, N.º 4157, pp. 1124-1131.
- Vega, C. (2006), “Stock Price Reaction to Public and Private Information”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 103-133.
- Venâncio, R. (2011, outubro, 28), “Económico: a Estória dentro da História da Economia”, *Diário Económico*, pp. 78-79.
- Wilson, T. (1989), “Towards an Information Management Curriculum”, *Journal of Information Science*, Vol. 15, pp. 203-210.

6. Outras Referências

- <http://economico.sapo.pt/public/uploads/pdfs/ECONOMICO2012.pdf>, site
acedido em 3 de julho de 2015.
- <http://euronextlisbon.pai.pt/>, site acedido em 19 de abril de 2015.
- <http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/index.cfm>, site acedido em 19 de abril
de 2015.
- <https://forms.thomsonreuters.com/datastream/>, site acedido em 19 de abril de
2015.
- www.apct.pt, site acedido em 19 de abril de 2015.
- www.apct.pt/Analise_simples.php, site acedido em 19 de abril de 2015.
- www.cmvm.pt, site acedido em 12 de abril de 2015.
- www.cmvm.pt/cmvm/estatisticas/indicadores, site acedido em 3 de janeiro de
2014.
- www.dowjones.com/factiva/sources.asp, site acedido em 19 de abril de 2015.
- www.jornaldenegocios.pt, site acedido em 18 de abril de 2015.
- [www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/ex_directores_do_negocios_e_o_top
_3_das_suas_recordacoes.html](http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/ex_directores_do_negocios_e_o_top_3_das_suas_recordacoes.html), site acedido em 18 de abril de 2015.
- [www.jornaldenegocios.pt/especiais/detalhe/negocios_10_anos_eraamos_o_miud
o_irreverente_que_chega_e_tem_de_se_afirmar.html](http://www.jornaldenegocios.pt/especiais/detalhe/negocios_10_anos_eraamos_o_miud_o_irreverente_que_chega_e_tem_de_se_afirmar.html), site acedido em 18 de
abril de 2015.
- www.jornaldenegocios.pt/institucional/detalhe/estatuto_editorial.html, site
acedido em 18 de abril de 2015.

Anexos

I. Empresas que compõem a amostra

Tabela 24. Identificação das empresas que compõem a amostra

Empresas
Banco BPI, SA
Banco Comercial Português, SA
Banco Espírito Santo, SA
EDP – Energias de Portugal, SA
Jerónimo Martins – SGPS, SA
PT Portugal, SGPS, SA
Semapa – Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA
Sonae – SGPS, SA
Sonaeacom – SGPS, SA
ZON Multimédia, SGPS, SA. (antiga PT Multimédia)

II. Diário Económico e Jornal de Negócios

O *Diário Económico* saiu pela primeira vez para as bancas no dia 30 de outubro de 1989 (Venâncio, 2011). De acordo com a Apresentação Geral 2012⁵⁴ do periódico, o *Diário Económico* é “...um jornal de referência para decisores económicos, político e sociais e que preencheu uma lacuna de mercado no momento em que o País dava os primeiros passos na abertura à economia de mercado e à concorrência” (2012, p. 4). Este título afirma-se como um “...jornal de referência que é líder de mercado absoluto em vendas e audiências...” (*idem, ibidem*). No que respeita à tiragem por bimestre, entre 2004 e 2013, de acordo com os dados disponibilizados pela APCT⁵⁵, o valor médio é cerca de 21 mil exemplares e, quanto à circulação, segundo os dados facultados pelo mesmo organismo, o valor em igual período excede 14 mil (ver Tabela 25).

Tabela 25. Tiragem e circulação do *Diário Económico* entre 2004 e 2013

1º BIMESTRE		2º BIMESTRE		3º BIMESTRE		4º BIMESTRE		5º BIMESTRE		6º BIMESTRE		
ANO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO
2004	20570	12612	21436	13410	19839	13351	18896	11245	19965	12303	20435	12852
2005	21136	13483	21560	13837	22010	14349	19756	12090	21268	13599	21594	13897
2006	22060	14489	21276	13970	21346	14122	20067	11718	20625	12899	20476	13240
2007	21071	13513	20310	12661	21371	13914	19455	12435	21092	14101	21861	14646
2008	20641	13673	21969	14927	21797	14804	20070	13226	23234	15900	24223	15854
2009	24696	16675	25541	16257	25446	15611	23311	13566	23425	14857	23661	14556
2010	24702	15252	24633	15047	24303	17191	20831	14400	23676	17205	21562	17475
2011	20141	16437	20071	15902	19761	15666	17971	13658	20142	17257	18319	14442
2012	20742	16691	20740	16904	17473	13242	17301	13191	17936	14485	17380	13198
2013	17489	13116	17514	13008	18228	13923	16407	12300	16844	12809	17325	12741

Fundado em novembro de 1997 na *Internet* como o *Canal de Negócios* “para quem gosta de investir”, o *Jornal de Negócios* tornou-se na primeira edição *online* desta tipologia existente em Portugal. No início do ano seguinte iniciou a publicação da edição impressa, com uma periodicidade semanal, que saía para as bancas às quintas-feiras. Apenas em 2003, mais precisamente a 8 de maio, altura em que a Cofina comprou a totalidade do capital da empresa, este título tornou-se diário. Conforme se pode ler no Estatuto Editorial da publicação⁵⁶ “o *Jornal de Negócios* é um projeto profissional de informação económica, empresarial e financeira e da generalidade de

⁵⁴ Disponível em <http://economico.sapo.pt/public/uploads/pdfs/ECONOMICO2012.pdf>.

⁵⁵ Disponível em www.apct.pt/Analise_simples.php.

⁵⁶ Disponível em www.jornaldenegocios.pt/institucional/detalhe/estatuto_editorial.html.

acontecimentos que diretamente influenciem aquelas áreas. Existe para servir os leitores e para lhes ser útil na tomada de decisões profissionais e pessoais e é exclusivamente com eles que estabelece esse compromisso". Afirmando-se independente dos poderes político, económico ou religioso e rejeitando o sensacionalismo e o facilitismo na procura e no tratamento da informação, este jornal "...faz do rigor, da seriedade e da honestidade intelectual o seu ativo principal" (*idem, ibidem*). No que respeita à tiragem por bimestre entre 2004 e 2013, de acordo com os dados disponibilizados pela APCT⁵⁷, o valor médio é próximo de 17 mil exemplares e, quanto à circulação, segundo os dados facultados pelo mesmo organismo, o valor em igual período situa-se um pouco abaixo dos 10 mil (ver Tabela 26).

Tabela 26. Tiragem e circulação do *Jornal de Negócios* entre 2004 e 2013

ANO	1º BIMESTRE		2º BIMESTRE		3º BIMESTRE		4º BIMESTRE		5º BIMESTRE		6º BIMESTRE	
	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO	TIRAGEM	CIRCULAÇÃO
2004	15229	9812	17615	9777	17984	9945	18111	10259	18709	11342	18392	11663
2005	17431	11229	17868	9528	17848	8206	17575	8177	17253	7965	16974	8327
2006	16952	7350	16807	7470	16667	7914	16690	7307	16604	8889	15921	9730
2007	16395	8545	14625	8046	15424	8728	14741	7384	16362	8811	16152	8132
2008	16265	9573	15927	8641	16425	8908	15257	8213	17792	10318	18215	10385
2009	17715	10888	17890	10212	18553	10997	17847	9662	18850	11668	17558	10626
2010	17858	10960	17062	10357	17509	11257	15427	9315	16675	10300	17418	10952
2011	17670	10566	17636	10600	17618	10926	15919	7612	18667	12065	16209	10309
2012	16805	11241	15994	9757	16537	11174	16127	9642	16417	10886	16043	10745
2013	15604	11467	15166	10811	15131	10884	12315	9608	12088	9948	12120	10057

⁵⁷ Disponível em www.apct.pt/Analise_simples.php.

III. Matriz de análise

1. Secção *Empresa* (identificação da empresa e do evento)

V1.1 – ID (Identificação da empresa)

(Inserção de número aplicável)

- 01 – Banco BPI, SA
- 02 – Banco Comercial Português, SA
- 03 – Banco Espírito Santo, SA
- 04 – EDP – Energias de Portugal, SA
- 05 – Jerónimo Martins – SGPS, SA
- 06 – PT Portugal, SGPS, SA
- 07 – Semapa – Sociedade Investimento e Gestão, SGPS, SA
- 08 – Sonae – SGPS, SA
- 09 – Sonaecom – SGPS, SA
- 10 – Zon, SGPS, SA (antiga PT Multimédia)

V1.2 – Data (dia/mês/ano do evento)

(Inserção de valor)

V1.3 – Tipo de Evento (identificação de tipo de evento)

(Seleção de valor)

- 1) Positivo
- 0) Negativo

V1.4 – CAR1 [-5;0] (retornos anormais cumulativos entre o dia -5 e o dia do evento)

(Inserção de valor, em percentagem, com três casas decimais)

V1.5 – CAR [-5;0] (retornos anormais cumulativos entre o dia do evento e o dia +5)

(Inserção de valor, em percentagem, com três casas decimais)

2. Secção *Janela Temporal* (identificação do tempo de análise)

V2.1 – Data (dia/mês/ano da análise)

(Inserção de valor)

V2.2 – Janela Temporal (localização temporal da análise)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Antes do Evento (dia -3; dia -2; dia -1)
- Dia do Evento (dia 0)
- Depois do Evento (dia +1; dia +2; dia +3)

NOTA: Os valores aqui indicados balizam as respostas às secções 3 e 4.

3. Secção *CMVM*

V3.1 – Sistema de Difusão da Informação (existência de comunicação à CMVM)

(Seleção de valor)

- 1) Sim
- 0) Não

V3.2 – Múltiplo Facto Relevante (existência de mais do que uma comunicação relevante no mesmo dia)

(Seleção de valor)

- 1) Sim
- 0) Não

V3.3 – Horário de Difusão da Informação (divulgação realizada antes ou depois do fecho do mercado)

(Seleção de valor)

- 1) HF – Horário de funcionamento (entre as 7h00 e as 16h40)
- 0) FM – Fecho de mercado (entre as 16h41 e as 06h59)

V3.4 – Tema da Comunicação (identificação do tema da comunicação)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Anúncio de Dividendos: anúncio expresso de dividendos e/ou proposta de distribuição de dividendos
- Apresentação de Resultados: agendamento de apresentação de resultados; divulgação dos resultados do trimestre/semestre/ano; resumo dos resultados
- Aquisições: compra efetiva de participações de empresas; recompra de ações ou de obrigações hipotecárias ou de outro tipo de títulos
- Aumento de Capital: anúncio de aumento de capital; cobertura de reforço de capital realizado; plano de recapitalização elaborado
- Fusão: propostas de fusão de empresas; assinatura de *memorandum* para negócio de fusão; esclarecimentos sobre projetos de fusão
- Governo da Empresa: agendamento e deliberações das Assembleias Gerais de Acionistas; esclarecimentos e substituição da Administração
- Novos Negócios/Novos produtos: estabelecimento de parcerias estratégicas; formalização de acordos; investimento e/ou anúncio em novos projetos; participação em concursos
- OPA – Oferente: anúncio de OPA sobre determinada organização
- OPA – Visada: anúncio de que a empresa foi alvo de OPA
- *Rating*: comunicação da posição das agências de *rating* sobre o desempenho da empresa
- Referências a Notícias e a Órgãos de Comunicação Social: referência a notícias elaboradas por órgãos de comunicação social mesmo que o meio e/ou a data não esteja(m) claramente identificado(s)
- Vendas: venda efetiva de participações de empresas; venda de ações
- Outros: divulgações sobre temas não enquadráveis nas restantes categorias apresentadas, como por exemplo: referências a entidades reguladoras nacionais e internacionais – Estado; órgãos europeus; empresas detentoras de participações na empresa em análise

4. Secção *Jornais* (análise de cada um dos jornais)

V4.1 – ID (identificação do jornal)

(Seleção de opção)

- NG – Jornal de Negócios
- DE – Diário Económico

V4.2 – Publicidade (existência de, pelo menos, uma publicidade à empresa no jornal)

(Seleção de valor)

- 1) Sim
- 0) Não

V4.3 – 1.º Página (referência à empresa na primeira página)

(Seleção de valor)

- 1) Sim
- 0) Não

V4.4 – Múltiplos Artigos (existência de mais do que um artigo sobre a empresa na mesma edição)

(Seleção de valor)

- 1) Sim
- 0) Não

V4.5 – Artigo (existência de artigo sobre a empresa)

(Seleção de valor)

- 1) Sim
- 0) Não

V4.6 – Página (localização da página do artigo)

(Seleção de valor)

- 1) Par

0) Ímpar

V4.7 – Tema do Artigo (identificação do tema do artigo)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Ações: divulgação do valor das ações e emissão de opinião/ previsão sobre a oscilação do valor destes títulos
- Anúncio de Dividendos: anúncio expresso de dividendos e/ou proposta de distribuição de dividendos
- Apresentação de Resultados: agendamento de apresentação de resultados; divulgação dos resultados do trimestre/semestre/ano; resumo dos resultados
- Aquisições: compra efetiva de participações de empresas; recompra de ações ou de obrigações hipotecárias ou de outro tipo de títulos
- Aumento de Capital: anúncio de aumento de capital; cobertura de reforço de capital realizado; plano de recapitalização elaborado
- Fusão: propostas de fusão de empresas; assinatura de *memorandum* para negócio de fusão; esclarecimentos sobre projetos de fusão
- Governo da Empresa: agendamento e deliberações das Assembleias Gerais de Acionistas; esclarecimentos e substituição da Administração
- Novos Negócios: estabelecimento de parcerias estratégicas; formalização de acordos; investimento e/ou anúncio em novos projetos; participação em concursos
- OPA – Oferente: anúncio de OPA sobre determinada organização
- OPA – Visada: anúncio de que a empresa foi alvo de OPA
- *Rating*: comunicação da posição das agências de *rating* sobre o desempenho da empresa
- Vendas: venda efetiva de participações de empresas; venda de ações
- Outros: divulgações sobre temas não enquadráveis nas restantes categorias apresentadas, como por exemplo: referências a entidades reguladoras nacionais e internacionais – Estado; órgãos europeus; empresas detentoras de participações na empresa em análise

V4.8 – Múltiplas Fontes (existência de mais do que uma fonte, independentemente da tipologia e da natureza, indicada no artigo)

(Seleção de valor)

- 1) Sim
- 0) Não

V4.9 – Tipo de Fonte (identificação do tipo de fonte)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Identificada (oficial/institucional e não oficial/não institucional)
- Não identificada e/ou anónima

V4.10 – Natureza das Fontes (caracterização da fonte)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Agência de Notícias Internacional
- Agência de Notícias Nacional
- Analista (Internacional e Nacional)
- CMVM (alusão ao SDI)
- Empresa (qualquer departamento, CEO ou outro representante)
- Órgão de Comunicação Social (referência a outra notícia e/ou a outro Órgão de Comunicação Social)
- Outra

V4.11 – Género (caracterização do tipo de artigo)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Editorial
- Entrevista
- Notícia
- Opinião
- Reportagem
- Outro

V4.12 – Dimensão (indicação do tamanho do artigo)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Breve: notícia com dois parágrafos ou menos
- Pequena: notícia superior a uma breve mas inferior a um quarto de página
- Média: notícia com dimensão entre um quarto e meia página
- Longa: notícia com dimensão superior a metade de uma página

V4.13 – Secção (identificação da secção do artigo)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Economia/Empresas/Negócios
- Outra

V4.14 – Conteúdo Positivo (análise qualitativa do artigo)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Resultados positivos e suas componentes: lucros, faturação, descida de custos, descida de juros, novos clientes; novos mercados
- Novos investimentos: fusão (se a empresa for o comprador), criação de emprego, participação e/ou ganho de concursos, exportação da atividade, estrutura de financiamento (diminuição da dívida, não necessidade de aumento de capital)
- Dividendos: anúncio e distribuição de dividendos

V4.15 – Conteúdo Negativo (análise qualitativa do artigo)

(Inserção de 1 na opção aplicável; de 0 nas restantes opções)

- Resultados negativos e suas componentes: prejuízos, aumento de custos, aumento de juros, perda de clientes/mercados
- Dívidas: fusão (se a empresa for adquirida), desemprego, perda de património/concursos/clientes/mercados, estrutura de financiamento (aumento da dívida, necessidade de aumento de capital, por exemplo)
- Dividendos: não distribuição de dividendos

V4.16 – Imagem (existência de algum tipo de ilustração do artigo, como fotografia, gráfico ou figura)

(Seleção de valor)

1) Sim

0) Não

V4.17 – Autor (assinatura do artigo)

(Seleção de valor)

1) Sim

0) Não